



**HARVARD Kennedy School**  
JOHN F. KENNEDY SCHOOL OF GOVERNMENT



CHƯƠNG TRÌNH CHÂU Á  
79 John F. Kennedy Street, Cambridge, MA 02138  
Tel: (617) 495-1134 Fax: (617) 495-4948

CHƯƠNG TRÌNH GIẢNG DẠY KINH TẾ FULBRIGHT  
232/6 Võ Thị Sáu, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh  
Tel: (848) 932-5103 Fax: (848) 932-5104

## BÀI THẢO LUẬN CHÍNH SÁCH SỐ 3<sup>1</sup>

### NGUYÊN NHÂN SÂU XA VỀ MẶT CƠ CẤU CỦA BẤT ỔN VĨ MÔ

**\*\*\* KHÔNG PHỔ BIẾN VÀ TRÍCH DẪN TRONG VÒNG 45 NGÀY \*\*\***

#### Tổng quan

Bài viết này được thực hiện theo yêu cầu của Chính phủ Việt Nam nhằm phân tích các thách thức ngắn hạn và dài hạn đối với nền kinh tế Việt Nam. Chúng tôi kết luận rằng việc khôi phục ổn định kinh tế vĩ mô và đưa nền kinh tế vào vị thế thuận lợi cho tăng trưởng dài hạn đòi hỏi phải tiến hành cải cách mang tính cơ cấu và căn bản. Ở phần đầu, chúng tôi so sánh thành quả kinh tế của Việt Nam trong vòng 20 năm qua với các nước khác trong khu vực. Sự so sánh này cho thấy một loạt các xu hướng đáng quan ngại mà nếu tập hợp lại sẽ đặt ra dấu hỏi về tính bền vững trong con đường phát triển của Việt Nam. Phần thứ hai của bài viết xem xét hiện trạng của môi trường kinh tế vĩ mô và đánh giá những chính sách của Chính phủ. Kết luận của chúng tôi là mặc dù chính sách của Chính phủ đã thành công trong việc giảm sự bất ổn trong ngắn hạn, những yếu kém về mặt cơ cấu của nền kinh tế Việt Nam vẫn chưa được giải quyết. Các giải pháp mới chỉ cứu chữa triệu chứng chứ chưa phải là nguyên nhân của căn bệnh. Điều đó có nghĩa là những trục trặc gặp phải vào đầu năm nay sẽ tái diễn một khi chính sách ngân sách và tiền tệ lại được nói lỏng. Việc duy trì tăng trưởng nhanh không thể có được nếu không đẩy mạnh công tác điều tiết và giám sát hệ thống tài chính, giảm đầu tư công kém hiệu quả và áp đặt kỷ luật thị trường lên các doanh nghiệp nhà nước. Phần thứ ba phân tích sức khỏe của hệ thống ngân hàng và mối quan hệ của nó với thị trường bất động sản. Trong phần thứ tư, chúng tôi nhìn về phía trước và xem xét các thách thức về mặt cơ cấu mà Việt Nam cần phải vượt qua để đạt được các mục tiêu đầy tham vọng đã đặt ra trong giai đoạn 2010-2020. Phần cuối cùng đưa ra các khuyến nghị về chính sách.

<sup>1</sup> Đây là bài thứ ba được thực hiện trong khuôn khổ của hoạt động đối thoại chính sách với Chính phủ Việt Nam do Bộ Ngoại giao điều phối. Bài viết do nhóm các nhà phân tích chính của Trường Harvard Kennedy và Chương trình Giảng dạy Kinh tế Fulbright thực hiện, bao gồm Nguyễn Xuân Thành ([thanhnx@fetc.vnn.vn](mailto:thanhnx@fetc.vnn.vn)), Vũ Thành Tựu Anh ([anhvt@fetc.vnn.vn](mailto:anhvt@fetc.vnn.vn)), David Dapice ([david\\_dapice@harvard.edu](mailto:david_dapice@harvard.edu)), Jonathan Pincus ([jonathan\\_pincus@harvard.edu](mailto:jonathan_pincus@harvard.edu)) và Ben Wilkinson ([ben\\_wilkinson@harvard.edu](mailto:ben_wilkinson@harvard.edu)). Bài viết được dựa trên các nghiên cứu được thực hiện với sự hỗ trợ của BP Việt Nam, DFID và UNDP. Nếu không được sự đồng ý chính thức của Chương trình Việt Nam tại Trường Harvard Kennedy thì bài viết này sẽ không được phổ biến hay trích dẫn trong thời hạn 45 ngày kể từ khi nó được chuyển cho Chính phủ Việt Nam.



## Phần I. Những mâu thuẫn về cơ cấu

### A. Một quốc gia, hai câu chuyện?

Trong những tháng gần đây, các quan chức Việt Nam đã tỏ ra quan ngại về cái mà họ cảm nhận rằng có sự khác biệt về ý kiến trong cộng đồng các nhà phân tích chính sách quốc tế về thực trạng và triển vọng tăng trưởng trong tương lai của nền kinh tế nội địa. Nói chung, những ý kiến này rơi vào hai nhóm. Nhóm “lạc quan” cho rằng Việt Nam đang trong thời kỳ tăng trưởng kinh tế nhanh chóng và bền vững kể từ đầu thập niên 90. Trong giai đoạn 17 năm tính từ 1991, tăng trưởng GDP theo giá cố định đạt tốc độ bình quân 7,6%/năm. Với tốc độ này, cứ mỗi 10 năm nền kinh tế lại tăng gấp đôi về quy mô. Với sự phân phối thu nhập được duy trì khá ổn định, tăng trưởng nhanh đã dẫn tới một kết quả mang tính lịch sử là tình trạng nghèo khổ đã giảm mạnh. Việt Nam cũng đã thu hút được lượng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài khổng lồ và được nhiều nhà đầu tư coi là nơi hấp dẫn đối với các doanh nghiệp theo đuổi chiến lược “Trung Quốc cộng một”. Quan điểm của những người lạc quan không phải là không có cơ sở và có thể trở thành hiện thực trong thời gian dài hạn.

Nhóm thứ hai, trong đó có chúng tôi, có thể được coi làm nhóm “hiện thực chủ nghĩa”. Chúng tôi không bao giờ coi mình là nhóm “bì quan” vì chúng tôi tin rằng Việt Nam hoàn toàn có thể đạt được mục tiêu trở thành một xã hội phồn vinh và hiện đại. Mặc dù công nhận những thành tựu và tiềm năng lớn lao của Việt Nam, chúng tôi nhận thấy có những khiếm khuyết nghiêm trọng trong cơ cấu hiện tại của nền kinh tế. Triển vọng tăng trưởng của Việt Nam phụ thuộc thiết yếu vào việc các nhà lãnh đạo quốc gia có được quyết tâm chính trị để giải quyết những thách thức này.

Trong mọi cuộc thảo luận về chiến lược phát triển của Việt Nam, điểm quan trọng cần nhớ là Việt Nam vẫn là một nước nghèo khi so với hầu hết các quốc gia láng giềng của mình. Căn cứ vào ước tính gần đây nhất của ADB, thu nhập bình quân đầu người tính theo cân bằng sức mua (PPP) của một người dân Việt Nam trung bình chỉ bằng 2/3 so với In-đô-nê-xi-a và 1/3 so với Thái-lan. Nói cách khác, Việt Nam vẫn còn đang ở vào những giai đoạn đầu của quá trình phát triển kinh tế. Thách thức đối với các nhà hoạch định chính sách là tạo ra các điều kiện cần thiết để duy trì và có thể gia tăng nhịp độ tăng trưởng kinh tế trong khi vẫn đảm bảo ổn định giá cả và phân phối thu nhập thuận lợi.

Một trong số ít các lợi thế của người đi sau trong tăng trưởng kinh tế là cơ hội học hỏi các kinh nghiệm thành công cũng như thất bại của các nước láng giềng. Để đánh giá hiện trạng của Việt Nam trong khuôn khổ của các mục tiêu dài hạn, ta cần phải so sánh với những giai đoạn tăng trưởng kinh tế nhanh chóng trong quá khứ mà các quốc gia Đông Á đã đạt được. Mặc dù mỗi nơi đều đi theo con đường phát triển của riêng mình, hình thành bởi lịch sử, văn hóa, môi trường quốc tế và một loạt các yếu tố khác, các nước thành công



đều có những đặc tính chung nhất định. Bảng 1 so sánh các nước lớn trong khu vực ASEAN cộng với Hàn Quốc và Đài-loan.<sup>2</sup> Các giai đoạn được chọn lựa để đại diện cho hai thập kỷ mà mỗi quốc gia đã đạt được tốc độ tăng trưởng GDP nhanh nhất của mình. Nói cách khác, chủ định của chúng tôi là so sánh các giai đoạn thành công của các quốc gia, chứ không phải là thành quả trung bình của họ.

*Thành tích xuất khẩu.* Đây là nền tảng trong quan điểm của nhóm lạc quan. Thực sự, quốc gia duy nhất trong mẫu của chúng tôi có tốc độ tăng trưởng xuất khẩu bình quân cao hơn Việt Nam là Đài-loan trong thời kỳ 1963-1982. Trong một giai đoạn ngắn, Việt Nam đã trở thành quốc gia xuất khẩu lớn các mặt hàng sơ cấp như gạo, cà phê, tiêu, cao su và thủy sản. Xuất khẩu các sản phẩm công nghiệp nhẹ (quần áo, giày dép và đồ nội thất) tăng tốc nhanh chóng sau năm 2000 và sau thời điểm thực thi Hiệp định Thương mại Song phương với Hoa Kỳ. Việc gia nhập WTO sẽ giúp Việt Nam phát huy tiếp những thành công này và mở rộng sang những ngành hàng và thị trường mới. Xuất khẩu dầu cũng tăng lên nhanh chóng trong giai đoạn sau 1999. Phần lớn các đơn vị xuất khẩu ngoài dầu khí của Việt Nam là doanh nghiệp tư nhân nhỏ và doanh nghiệp nước ngoài. Các doanh nghiệp nhà nước (DNNN) chưa đạt được nhiều thành công về xuất khẩu.

*Bảng 1: So sánh các giai đoạn tăng trưởng (tốc độ tăng hay tỷ lệ bình quân năm)*

	Tăng GDP (%)	Hệ số ICOR	Tăng việc làm (%)	Tăng xuất khẩu (%)	Cán cân thương mại/GDP (%)	FDI/GDP (%)	Tăng chỉ số giá CPI (%)
Việt Nam 1991-2007	7,6	3,5	2,4	20,1	-8,69	5,9	12,8
Hàn Quốc 1969-1988	8,4	2,8	3,2	19,2	-3,58	0,5	12,1
Ma-lay-xi-a 1977-1996	7,4	4,9	3,5	11,5	2,09	4,3	3,8
Thái-lan 1976-1995	8,1	3,6	3,0	13,9	-4,12	1,1	5,9
Đài-loan 1963-1982	9,8	2,9	3,4	27,1	-2,26	-	-
In-đô-nê-xi-a 1977-1996	7,2	2,8	2,9	4,8	2,8	0,9	9,6
Phi-líp-pin 1961-1980	5,4	2,3	3,3	6,9	-1,8	-	10,2

*Nguồn: Tính toán từ Cơ sở dữ liệu Chỉ số phát triển thế giới của Ngân hàng Thế giới, ngoại trừ số liệu tăng trưởng việc làm lấy từ ADB và ICOR từ Thống kê tài chính Quốc tế của IMF. Số liệu CPI của Việt Nam do Tổng cục Thống kê công bố.*

<sup>2</sup> Mặc dù về cơ cấu, Trung Quốc có những tương đồng với Việt Nam, quy mô quá lớn của nền kinh tế này gây ra nhiều khó khăn cho việc so sánh. Xing-ga-po cũng không được đưa vào do là một quốc gia đô thị (không có dân số nông thôn) và các cơ quan nhà nước của Xing-ga-po không công bố số liệu vĩ mô để so sánh cho tới tận thập niên 80.



*Tạo việc làm.* Ở tiêu chí này, kết quả của Việt Nam là tương đối kém.<sup>3</sup> Nhiều nhà phân tích trong nước đã bình luận về sự “tăng trưởng không tạo việc làm” của Việt Nam trong những năm qua, chỉ ra sự bất cân xứng giữa một mặt là tăng trưởng nhanh chóng về thu nhập, xuất khẩu và mặt kia là tăng trưởng chậm chạp về cầu lao động. Trong mẫu của chúng tôi, không có nước nào có tốc độ gia tăng việc làm thấp hơn Việt Nam vào giai đoạn tăng trưởng nhanh nhất của họ. Ngay cả Phi-líp-pin với tốc độ tăng trưởng GDP khiêm tốn 5,4% trong giai đoạn tốt đẹp nhất của mình cũng tạo ra việc làm nhanh chóng hơn so với Việt Nam trong hai thập kỷ qua. Do nền kinh tế Việt Nam phải tạo ra ít nhất một triệu việc làm mới mỗi năm chỉ để hấp thụ lao động mới, các khu vực có thể thu hút cả lao động trẻ cũng như đã có tuổi vào những nghề có năng suất cao hơn cần phải đạt tốc độ tăng trưởng nhanh chóng.

Số liệu thống kê về việc làm chỉ ra mâu thuẫn chính yếu trong chiến lược phát triển của Việt Nam. *Nói một cách đơn giản, khu vực nhà nước không tạo ra được nhiều việc làm, nhưng lại chiếm gần một nửa giá trị đầu tư doanh nghiệp.* Trong khi đó, khu vực tư nhân, hiện đang tạo ra được việc làm, lại chủ yếu bao gồm những doanh nghiệp nhỏ với cơ cấu vốn yếu kém, gặp khó khăn trong việc tăng trưởng để trở thành các doanh nghiệp vừa và lớn vì khó tiếp cận được đất đai và vốn vay ngân hàng.<sup>4</sup>

*Thu hút FDI.* Đối với những người lạc quan, sự hấp dẫn vốn FDI của Việt Nam là thành tố then chốt cho sự thành công hiện tại và triển vọng trong tương lai. Mặc dù một số nhà phân tích mắc sai lầm khi tập trung vào phân tích vốn FDI đăng ký thay vì vốn thực hiện, nhưng đúng là dòng vốn thực hiện có mức cao trong thời kỳ phát triển bong bóng ở châu Á vào thập niên 90, đạt tỷ lệ bình quân tới 4% GDP từ 2000 đến 2006 và còn cao hơn nữa trong năm 2007-2008. Các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài đã đóng vai trò động lực cho xuất khẩu hàng công nghiệp chế biến, dẫn đầu về may mặc, da giày và các ngành hàng thâm dụng lao động khác. Tuy nhiên, như trình bày trong Bảng 1, sự lệ thuộc vào FDI của Việt Nam là tương đối khác thường. Trong khu vực, chỉ có các quốc gia đô thị và Ma-lay-xi-a là có mức độ lệ thuộc vào FDI tương tự.<sup>5</sup> Sự phụ thuộc vào FDI của Việt Nam cũng là một trong những nguyên nhân của thâm hụt thương mại triền miên trong khi có tăng trưởng xuất khẩu nhanh chóng. Mặc dù nhiều doanh nghiệp FDI đi theo hướng xuất khẩu, hoạt động sản xuất của họ cũng thâm dụng nhập khẩu. Các nhà sản xuất giày dép

<sup>3</sup> Do thiếu vắng một điều tra lực lượng lao động mang tính đại diện ở Việt Nam, việc đo lường thay đổi về lao động đang làm việc trong các khu vực khác nhau một cách tin cậy trở nên khó khăn. Hỗ trợ về tài chính và kỹ thuật để cải thiện các điều tra hiện hữu phải là ưu tiên của Chính phủ và các nhà tài trợ do tầm quan trọng của vấn đề lao động – việc làm đối với giảm nghèo và tăng trưởng kinh tế. Từ số liệu hiện có, việc làm trong khu vực nông nghiệp không có thay đổi từ năm 1990, trong khi hầu hết sự tăng trưởng việc làm là ở khu vực công nghiệp và dịch vụ. Các khu vực “hiện đại” này có tốc độ tăng trưởng việc làm 5,7%/năm. Nông nghiệp hiện chiếm khoảng một nửa số việc làm.

<sup>4</sup> Việt Nam có một số ít các doanh nghiệp tư nhân kinh doanh nhờ vào các mối quan hệ tốt. Tuy nhiên, không thể nói nhiều về các doanh nghiệp này ngoại trừ việc họ cũng có được khả năng tiếp cận thuận lợi với các hợp đồng của Chính phủ, đất đai và vốn như các DNN.

<sup>5</sup> Sự lệ thuộc vào FDI của các quốc gia đô thị là điều dễ hiểu. Việc Ma-lay-xi-a lệ thuộc nặng nề vào FDI cũng phản ánh sự yếu kém của nền kinh tế nội địa. Nhưng với dân số nhỏ và tài nguyên thiên nhiên dồi dào, Ma-lay-xi-a đã đạt được tốc độ tăng trưởng cao và ổn định giá cả trong một thời kỳ dài. Nhưng từ năm 2000, tốc độ tăng trưởng chỉ đạt mức bình quân 5%/năm.



nhập khẩu máy khâu, nguyên liệu da để xuất khẩu giày. Doanh nghiệp điện tử nhập khẩu linh kiện để lắp ráp ở Việt Nam. Đây là những hoạt động đầu tư rất đáng khích lệ trong bối cảnh Việt Nam cần tạo nhiều việc làm để đáp ứng lực lượng lao động đang tăng lên của mình, nhưng bản thân các doanh nghiệp FDI sẽ không tạo ra được nhiều thặng dư thương mại hay sự phát triển công nghiệp theo chiều sâu. Thậm chí, do các doanh nghiệp đầu tư nước ngoài còn nhập khẩu máy móc thiết bị, tác động ròng của họ tới cán cân thương mại có thể là âm trong trung hạn. Đây không phải là một lập luận phản đối FDI do những doanh nghiệp này tạo ra nhiều lợi ích khác cho nền kinh tế, trong đó có việc làm, chuyển giao công nghệ và kỹ năng, tiếp cận thị trường nước ngoài và mô hình quản lý tiên tiến. Nhưng những lợi ích này phụ thuộc rất nhiều với các mối liên kết giữa FDI và doanh nghiệp trong nước. Các trở ngại đối với sự tăng trưởng của khu vực tư nhân trong nước đã làm hạn chế sự phát triển của những ngành phụ trợ vốn hưởng lợi nhiều nhất từ những liên kết này. Hơn thế nữa, nếu không có mối quan hệ vững chắc và lâu dài với các nhà cung ứng nội địa, các doanh nghiệp nước ngoài sẽ có ít động cơ ở lại Việt Nam một khi chi phí lao động và những chi phí khác tăng lên.<sup>6</sup>

*Hiệu quả đầu tư.* Việt Nam đang lãng phí những lượng vốn khổng lồ. Các nhà kinh tế thường kỳ vọng suất sinh lợi biên của vốn ở những nước có thu nhập thấp như Việt Nam sẽ cao hơn những nước giàu do vốn khan hiếm hơn lao động. Nhưng theo như Bảng 1, Việt Nam nằm trong số những nước sử dụng vốn kém hiệu quả nhất trong mẫu. Chỉ có Ma-lay-xi-a, quốc gia đã lãng phí hàng tỷ đô-la vào các doanh nghiệp thất bại của nhà nước và trợ cấp cho các doanh nghiệp có quan hệ chính trị là có chỉ số ICOR cao hơn. Hàn Quốc, nổi tiếng với những tập đoàn lớn, thâm dụng vốn, có chỉ số ICOR thấp hơn nhiều trong giai đoạn đầu của thời kỳ tăng trưởng kinh tế nhanh. Nếu ta tập trung vào thời gian gần đây kể từ 2000, thì lượng vốn Việt Nam cần đầu tư để tạo ra một đơn vị tăng trưởng còn cao hơn nữa, ở mức 4 đến 5.

Nguồn gốc của những đợt bất ổn về giá có thể được truy đến sự kém hiệu quả trong sử dụng vốn của quốc gia. Như đã đề cập trong các bài thảo luận chính sách trước, tăng trưởng của Việt Nam được *thúc đẩy bởi đầu tư* thay vì xuất khẩu. Việc sử dụng vốn kém hiệu quả làm trói buộc nguồn lực quốc gia và làm phát sinh nợ, trong khi không tạo được sự gia tăng tương ứng về năng suất. Việc chi tiêu mạnh cho những dự án không tạo ra giá trị làm gia tăng nhu cầu nhập khẩu và đẩy lao động vào những hoạt động không góp phần thúc đẩy năng suất bình quân. Không nên xem lạm phát giá ở Việt Nam chủ yếu là kết quả không tránh khỏi của sự gia tăng giá hàng hóa toàn cầu hay một thất bại chỉ xảy ra một lần trong hoạt động quản lý dòng vốn nước ngoài chảy vào. Lạm phát giá ở Việt Nam là kết cục của việc đầu tư với lượng vốn khổng lồ nhưng không góp phần là gia tăng sản lượng quốc gia.

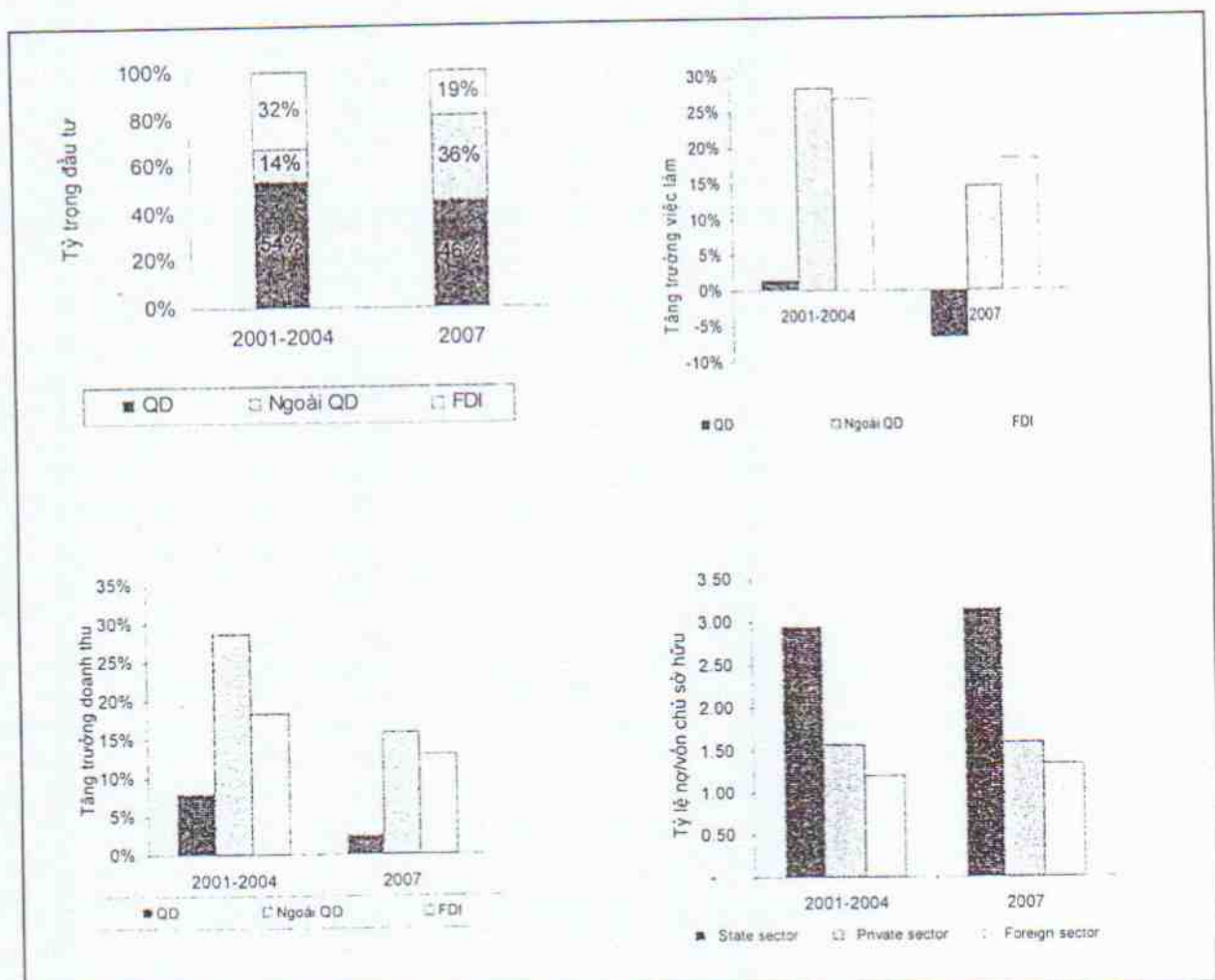
<sup>6</sup> Vào tháng 7, Sony thông báo kế hoạch đóng cửa nhà máy lắp ráp. Lý do đưa ra là theo quy định của WTO, Việt Nam sẽ xóa bỏ dần cơ cấu thuế bảo hộ vốn làm cho việc nhập khẩu linh kiện rẻ hơn là nhập khẩu sản phẩm cuối cùng. Cũng có tin là nhiều hoạt động sản xuất khác cũng sẽ làm tương tự. Những nhà máy lắp ráp này thuộc vào “đợt sóng thứ nhất” của hoạt động đầu tư nước ngoài trong đầu thập niên 90. Xu hướng này cho thấy điểm thứ nhất là Sony và các nhà sản xuất khác tin rằng họ có thể sản xuất sản phẩm của mình ở nơi khác hiệu quả hơn. Thứ hai, sau gần hai thập kỷ, Việt Nam vẫn không thể phát triển được các doanh nghiệp phụ trợ và cung ứng mà nếu có thì sẽ giữ chân được các nhà sản xuất nước ngoài này.



## B. Mâu thuẫn chính

Phân tích ở trên cho thấy rằng mặc dù Việt Nam đã đạt được nhiều thành tựu cho tới nay, vẫn còn các yếu tố thực sự gây quan ngại. Yếu tố quan trọng nhất là Việt Nam không phân bổ vốn một cách hiệu quả. Các đồ thị dưới đây minh họa bản chất của vấn đề này. Mặc dù thua kém khu vực ngoài quốc doanh về tạo việc làm và tăng năng suất, khu vực quốc doanh tiếp tục hấp thụ gần nửa giá trị đầu tư. Theo số liệu điều tra doanh nghiệp gần đây nhất, khu vực quốc doanh đã giảm lực lượng lao động đi 7% trong năm 2007. Khu vực này cũng tạo ra ít giá trị xuất khẩu, ngoại trừ khoáng sản. Mặc dù các DNNN không tạo ra nhiều giá trị xuất khẩu, họ lại làm tăng thâm hụt thương mại do nhập khẩu máy móc và sản phẩm trung gian. Và mặc dù họ có thể *báo cáo* là kinh doanh có lãi, nhưng lợi nhuận của ít nhất là các DNNN quy mô lớn sẽ không còn nếu bị buộc phải trả cho vốn và đất đai theo giá thị trường và bị buộc phải bán trên thị trường cạnh tranh thay vì thị trường bị kiểm soát.

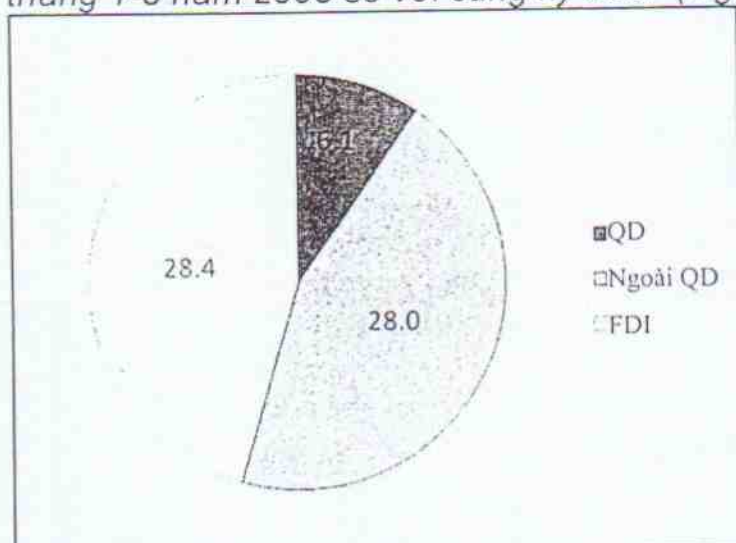
Hình 1. So sánh kết quả: khu vực nhà nước, tư nhân, nước ngoài



Nguồn: Điều tra doanh nghiệp các năm

Hình 2 so sánh tăng trưởng công nghiệp trong 8 tháng đầu năm 2008 với cùng kỳ 2007. Trong khi khu vực quốc doanh đóng góp dưới 10% vào tăng trưởng theo giá cố định, khu vực ngoài quốc doanh và FDI đóng góp mỗi khu vực tới 45%. Nhưng khi xem xét tới phía tài sản, thì tỷ trọng của khu vực quốc doanh lên tới gần một phần hai.<sup>7</sup> Một số người có thể lập luận rằng lý do các DNNN không đóng góp nhiều vào tăng trưởng là vì họ phải thực hiện cả các mục tiêu kinh tế lẫn xã hội, ví dụ như cung cấp điện hay nhiên liệu ở mức giá thấp. Mặc dù những mục tiêu đối kháng nhau này đúng là một trong những lý do làm giảm lợi nhuận cho DNNN, nhưng chắc chắn không phải là lý do duy nhất. Hơn thế nữa, gợi ý chính sách của lập luận này là các khoản trợ giá để thực hiện mục tiêu xã hội phải được hoạch định một cách rõ ràng và minh bạch, thay vì ngấm ẩn trong hoạt động kinh doanh của DNNN và công chúng không được biết rõ. Tính minh bạch và trách nhiệm giải trình càng trở nên quan trọng khi các DNNN đa dạng hóa sang các lĩnh vực nằm ngoài hoạt động kinh doanh nông cốt để tìm kiếm lợi nhuận trong các lĩnh vực không liên quan như tài chính và bất động sản.

Hình 2. Tăng trưởng sản lượng công nghiệp không kể dầu khí, tháng 1-8 năm 2008 so với cùng kỳ 2007 (Nghìn tỷ VNĐ)



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Trước khi chuyển sang phần chính của bài viết, chúng tôi muốn đề cập tới vấn đề số liệu. Các thông tin tin cậy về mọi mặt của nền kinh tế, bao gồm xu thế giá cả, lương và việc làm, ngoại thương, đầu tư, tiết kiệm và sức khỏe của khu vực tài chính, và tình hình tài chính của các doanh nghiệp lớn nhất, cả nhà nước lẫn tư nhân, hiện rất thiếu. Thêm vào đó, năng lực phân tích những thông tin mà mình có của Chính phủ vẫn còn hạn chế. Những khó khăn liên quan tới việc tiếp cận thông tin và phân tích tạo nhiều chi phí cho nền kinh tế mà lẽ ra có thể tránh được. Thứ nhất, khi không thể theo dõi ngay cả các chỉ số kinh tế vĩ mô cơ bản với độ chính xác nhất định, thì việc hoạch định chính sách một

<sup>7</sup> Mặc dù các DNNN không chiếm tới quá 1/3 tín dụng ngân hàng, nhiều doanh nghiệp trong số này có thể vay nước ngoài hay vay theo các cơ chế đặc biệt. Do vậy, tỷ trọng thực của họ trong tổng tín dụng ngân hàng và tài sản sẽ cao hơn.



cách hữu hiệu trở nên vô cùng khó khăn.<sup>8</sup> Thứ hai, sự khan hiếm thông tin tin cậy tạo ra một thông điệp tiêu cực tới các nhà đầu tư trong và nước ngoài, những người chắc chắn sẽ đặt ra câu hỏi: họ đang cố gắng che giấu điều gì? Điều này đặc biệt đúng đối với hệ thống tài chính. Thứ ba, khi thông tin tin cậy không có thì thông tin sai lệch sẽ thế chỗ. Tin đồn và tin bịa đặt được lan truyền và được tin bởi vì nguồn thông tin chính thức lại không có độ tin cậy.

Đầu tháng này, Diễn đàn Kinh tế Thế giới xếp hạng Việt Nam vào thứ 49 trong 52 quốc gia về trình độ phát triển tài chính, sau tất cả các nước châu Á có trong nghiên cứu và chỉ trên Nigeria một chút. Việt Nam xếp hạng 50 trong 52 quốc gia về sự vững mạnh của các chuẩn mực kế toán, kiểm toán và mức độ bảo vệ nhà đầu tư; thứ 45 trong 52 về thông tin tín dụng.<sup>9</sup> Chính phủ phải thấy được rằng thị trường các loại, đặc biệt là thị trường tài chính, chỉ có thể phát triển nếu thông tin liên quan tới các điều kiện kinh tế, chính sách, doanh nghiệp và giao dịch đều có thể tiếp cận được. Việc hạn chế khả năng tiếp cận dữ liệu hay hạn chế phạm vi báo cáo tài chính và kinh doanh của doanh nghiệp hay của các phương tiện thông tin đại chúng là gây cản trở tới hoạt động thông thường của nền kinh tế và làm gia tăng đáng kể rủi ro khủng hoảng tài chính. Việc thiết lập Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia có thể giúp giải quyết vấn đề này, nhưng chỉ khi Ủy ban được trao thẩm quyền thu nhập, kiểm chứng, công bố số liệu và thực hiện các phân tích khách quan và nghiêm túc dựa trên những thông tin đó.

## PHẦN II. Kinh tế vĩ mô năm 2008

Trong những tháng gần đây, Chính phủ Việt Nam đã thực hiện các biện pháp bình ổn tình hình kinh tế vĩ mô. Nỗ lực tái lập kỷ luật về tiền tệ và ngân sách là bước đi rất đúng của Chính phủ. Điều chỉnh tăng giá nhiên liệu vào lúc lạm phát cao mặc dù không phải được đông đảo người dân ủng hộ nhưng là việc làm cần thiết. Chủ trương ngưng cấp phép cho các ngân hàng mới chứng tỏ Chính phủ nhận thấy cần phải có kỷ luật nếu muốn khôi phục khả năng kiểm soát của mình đối với chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, những mâu thuẫn cơ bản nêu ở phần trên vẫn chưa được giải quyết. Khu vực quốc doanh được yêu cầu phải thắt chặt chi tiêu, nhưng vẫn chưa bị thúc ép để cải cách. Dòng chảy các dự án đầu tư công lãng phí và không cần thiết đã chậm lại, nhưng vẫn chưa thấy có bằng chứng về một chiến lược mới. Chỉ có sự chuyển dịch mang tính chiến lược mới có thể giải quyết những yếu kém về cơ cấu hiện nay và đưa Việt Nam vào vị trí tăng trưởng kinh tế cao trong dài hạn.

Chúng tôi đã lập luận trong các bài thảo luận trước là việc tăng cường các cơ quan hoạch định chính sách kinh tế vĩ mô là một phần không thể thiếu của tiến trình cải cách. Hiện tại, sự phối hợp giữa Ngân hàng Nhà nước, Bộ Tài chính và Bộ Kế hoạch – Đầu tư chưa

<sup>8</sup> Các nhà tài trợ đã tập trung vào những lĩnh vực theo nhu cầu riêng của họ, ví dụ như đo lường nghèo khổ và theo dõi tiến triển của mục tiêu thiên niên kỷ (MDG), nhưng họ chưa hỗ trợ nhiều trong việc xây dựng cơ sở hạ tầng của hoạt động thu thập thông tin thống kê ở Việt Nam.

<sup>9</sup> Diễn đàn Kinh tế Thế giới, *Báo cáo phát triển tài chính 2008*. Báo cáo chính có thể truy cập trên internet tại địa chỉ: <http://www.weforum.org/pdf/FinancialDevelopmentReport/2008.pdf>.



được tốt. Số liệu được giữ không công bố, kém về chất lượng và phạm vi hay còn hầu như không được thu thập. Việc chia tách rời rạc quá trình ra quyết định, trong nội bộ các cơ quan và giữa các cơ quan với nhau làm hạn chế khả năng phản ứng nhanh chóng và nhất quán của Chính phủ với các điều kiện kinh tế thay đổi. Chính phủ thiếu năng lực phân tích nội tại vốn cần phải có để cung cấp cho các nhà lãnh đạo những đánh giá khách quan và nghiêm túc về các lựa chọn chính sách khác nhau. Các chuyên gia trẻ, tài năng và được đào tạo bài bản đang rời các cơ quan quản lý nhà nước do nản lòng với chính sách nhân sự mà hiện vẫn đặt trình độ là tiêu chí thấp hơn rất nhiều so với sự trung thành và mối quan hệ. Một trong những bài học chính rút ra từ sự bất ổn tài chính năm 2008 là Việt Nam không thể quản lý một nền kinh tế hội nhập toàn cầu với nhiều vấn đề phức tạp mà vẫn duy trì các định chế hoạch định chính sách của thời kỳ cũ. Việt Nam phải đi theo kinh nghiệm của các nước bạn ASEAN trong việc thực hiện một sự đánh giá toàn diện và tái cấu trúc các cơ quan hoạch định kinh tế nòng cốt, bắt đầu từ Ngân hàng Nhà nước và Bộ Tài chính.

## **A. Còn quá sớm để tuyên bố chiến thắng**

Các điều kiện kinh tế vĩ mô đã được ổn định sau khi trải qua nhiều tháng nóng bỏng. Chênh lệch giữa tỷ giá VND/USD chính thức và phi chính thức đã được thu hẹp, cũng như thâm hụt thương mại hàng tháng đã giảm trước tình hình tăng trưởng tín dụng chậm lại kể từ tháng 4. Mặc dù giá tiêu dùng vẫn gia tăng, tốc độ lạm phát giá cả rất có khả năng chậm đi sau khi các điều chỉnh tăng giá nhiên liệu đã được hấp thụ hoàn toàn. Như đã lưu ý ở trên, Chính phủ Việt Nam xứng đáng được khen ngợi vì đã đưa ra những quyết định khó khăn như tăng giá xăng dầu, ngưng cấp phép cho ngân hàng mới và chống chọi được áp lực đòi hạ thấp hơn lãi suất cơ bản. Tất cả đều là những tin tốt, nhưng vẫn chưa đến lúc để liên hoan ăn mừng.

### **1. Xuất khẩu**

Thâm hụt thương mại trong 8 tháng đầu năm là 16 tỷ USD, và có khả năng số thâm hụt cho cả năm sẽ gần 20 tỷ USD.<sup>10</sup> Đây là một sự thâm hụt có qui mô mang tính lịch sử, buộc Việt Nam phải phụ thuộc nhiều vào dòng vốn rủi ro chảy vào để cân bằng cán cân thanh toán. (Như được đề cập trong Phụ lục 1, cuộc khủng hoảng tài chính ở Phố Uôn trở nên trầm trọng hơn cho thấy các nhà đầu tư quốc tế sẽ kém sẵn lòng đầu tư vào những nền kinh tế mới nổi có các điều kiện vĩ mô không ổn định).

Tin tốt lành là thâm hụt thương mại của Việt Nam là do sự gia tăng đột biến về nhập khẩu, chứ không phải là do kết quả xuất khẩu nghèo nàn. Kim ngạch xuất khẩu đã tăng tới 39,1% về giá trị trong 8 tháng đầu năm 2008 so với cùng kỳ 2007. Mặc dù Việt Nam

<sup>10</sup> Ngân hàng Thế giới dự báo thâm hụt vào khoảng 16,2 tỷ USD cho cả năm 2008 trong báo cáo gần đây tựa đề "Taking Stock," (6/2008; bảng 4) nhưng thâm hụt thương mại của 8 tháng đầu năm 2008 theo Tổng cục Thống kê đã là 16 tỷ USD. Nếu GDP từ tháng 1 đến tháng 8 là 53 tỷ USD (tương ứng với 80 tỷ USD cho cả năm 2008), thì thâm hụt thương mại sẽ là 30% GDP. Đây là con số thâm hụt vô cùng lớn và ít khi thấy trong thời kỳ hòa bình ở mọi nước có qui mô lớn.



rõ ràng đã hưởng lợi từ sự tăng giá khoáng sản và nông sản, tăng trưởng xuất khẩu không chỉ do yếu tố giá. Theo Bảng 2, xuất khẩu hàng công nghiệp chế biến sang Hoa Kỳ vẫn tăng lên một cách ấn tượng cả về giá trị và về lượng.

*Bảng 2. Xuất khẩu hàng công nghiệp chế biến sang Hoa Kỳ  
(tốc độ tăng so với cùng kỳ năm ngoài)*

	2006/05	2007/06	T1-T8 2008/07
Giá trị kim ngạch xuất khẩu			
May mặc	18,4%	36,1%	23,4%
Giày dép	32,8%	8,4%	11,9%
Nội thất	29,5%	36,2%	22,6%
Thủy sản	0,6%	12,3%	0,0%
Lượng xuất khẩu			
May mặc	20,0%	40,7%	25,0%
Giày dép	33,5%	8,3%	6,1%
Nội thất	86,0%	-21,4%	25,9%
Thủy sản	-0,7%	3,3%	18,0%

Nguồn: Ủy ban Thương mại Quốc tế Hoa Kỳ (USITC), Cơ sở dữ liệu Dataweb

Thách thức đối với Việt Nam là duy trì thành tích xuất khẩu tuyệt vời này trong một môi trường quốc tế ngày càng cạnh tranh. Một mối quan ngại là tỷ giá hối đoái thực đã lên giá khi lạm phát trong nước vượt xa lạm phát quốc tế (theo đồng USD). Lạm phát giá nội địa cũng làm giảm tính cạnh tranh vì tạo áp lực tăng lương khi công nhân phải xoay xở để duy trì mức sống khi chi phí thực phẩm, nhà ở, quần áo, giáo dục, y tế và nhiên liệu gia tăng.

## 2. Đầu tư trực tiếp nước ngoài

Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) nhìn chung là ít rủi ro hơn các dòng đầu tư gián tiếp như vốn vay nước ngoài và đầu tư chứng khoán. Việt Nam đã tận hưởng làn sóng các cam kết FDI to lớn trong năm nay. Điều đó khiến cho một số nhà quan sát tuyên bố rằng các khoản thâm hụt tài khoản vãng lai không phải là nguyên nhân gây ra lo ngại. Nhận định này là thiếu cơ sở vì một số lý do. Thứ nhất, cơ cấu FDI đang ngày càng thiên về khu vực bất động sản và đi vào những dự án lớn (với quy mô trên 1 tỷ USD). Citibank ước tính vốn FDI liên quan đến bất động sản hiện nay chiếm đến 1/4 tổng vốn giải ngân. Thị trường bất động sản nhạy cảm với những biến động mang tính chu kỳ, và do cần thời gian chuẩn bị lâu dài nên các đầu tư này thường có khuynh hướng đi theo các chu kỳ tăng rồi giảm mạnh. Hơn nữa, bất động sản không trực tiếp tạo ra hàng xuất khẩu, mặc dù các khu nghỉ mát và khách sạn sẽ mang lại ngoại hối khi thu hút được du khách nước ngoài đến chi tiêu nhiều hơn số tiền nhập khẩu hàng hóa dùng để phục vụ cho họ.

Đáng lo ngại hơn là thực tế rằng làn sóng FDI năm nay chủ yếu là do việc cấp phép cho một số dự án qui mô khổng lồ. Trong 7 tháng đầu năm 2008, có 8 dự án chiếm đến 75%



tổng vốn FDI được đăng ký. Sáu trong số này là những dự án đầu tư bất động sản lớn, trong đó có một dự án phát triển khu đô thị mới của Brunei ở Phú Yên, một khu phức hợp dân cư và đại học của Malaysia ở TP.HCM, hai khu nghỉ mát lớn ở Bà Rịa - Vũng Tàu và một khu nghỉ mát ở Kiên Giang. Hai dự án không phải bất động sản trong số 8 dự án không lồ này là nhà máy thép Formosa Plastics và nhà máy lọc dầu. Thực tế là Việt Nam đang đặt cược chính cán cân thanh toán của mình vào thiện ý thực hiện hết cam kết của các nhà đầu tư lớn này. Kinh nghiệm trong thời gian qua về tiến trình giải ngân của các nhà đầu tư bất động sản lớn ở Việt Nam và các nơi khác trong khu vực cho thấy việc coi toàn bộ số vốn này sẽ được triển khai là quá lạc quan. Hơn nữa, thông tin chi tiết về những kế hoạch đầu tư này ít được công khai. Ta không thể chắc chắn rằng khi các dự án được triển khai thì có thực sự phải giải ngân ngoại hối ở quy mô lớn như thế này hay không.

Những con số đầy ấn tượng gắn liền với một số những dự án này cũng làm nảy sinh những câu hỏi về tính chính xác của các ước tính về chi phí đầu tư và động cơ của các nhà đầu tư. Liệu có thực tế hay không khi kỳ vọng một nhà đầu tư nước ngoài đầu tư đến 4 tỷ USD vào một khu đô thị mới nằm ở một tỉnh nghèo và xa như vậy? Liệu một đại gia Malaysia có thật sự rót một núi tiền lớn hơn ngân sách giáo dục hàng năm của cả Việt Nam, chỉ cho một khu đại học? (Thật vậy, giá trị của những dự án được công bố gần đây ở Việt Nam đôi khi cao hơn đáng kể so với những dự án tương tự được thực hiện ở các nước khác, nhiều lúc cũng chính do cùng một nhà đầu tư thực hiện. Điều này cho thấy có khả năng các con số được công bố ở Việt Nam có thể không phản ánh đúng chi phí thật). Các nhà hoạch định chính sách cần trọng cần nhìn vào sau những con số này để xác định số vốn chủ sở hữu thật sự mà nhà đầu tư cam kết. Cũng có ý kiến cho rằng các nhà đầu tư nước ngoài được khuyến khích phóng đại các con số đầu tư nhằm gây ấn tượng với các chính quyền địa phương, giúp đẩy nhanh tiến độ cấp phép và tiếp cận được những khu đất có vị trí tốt nhất với diện tích lớn nhất. Nếu thật sự điều này xảy ra thì chính sách thu hút đầu tư lại không hiệu quả và có khi còn phản tác dụng, vì nó sẽ đẩy giá đất lên cao, làm nản lòng các nhà đầu tư nghiêm túc, đặc biệt là các nhà đầu tư trong lĩnh vực công nghiệp chế biến.

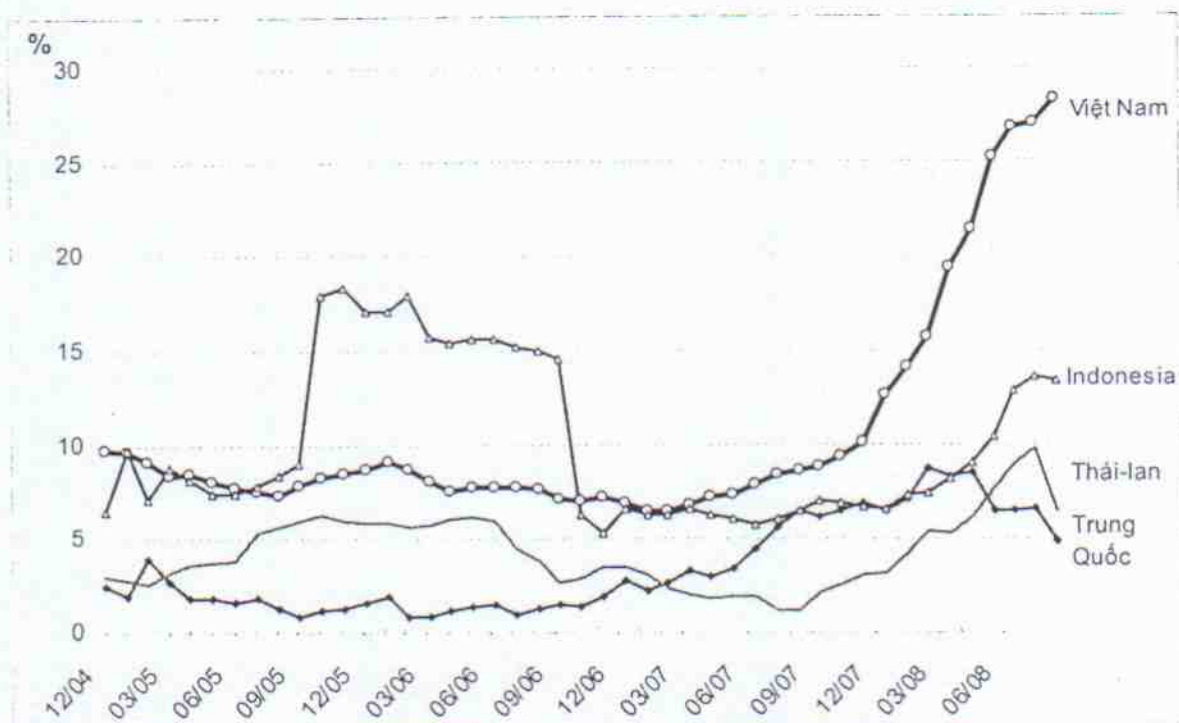
Ngoài bản chất đầu cơ và bất ổn của những dự án đầu tư này, ngay cả khi được triển khai, thì chúng cũng không thể tạo ra được nhiều việc làm hiện đang rất cần để hấp thụ những người mới gia nhập thị trường lao động. Do đó, điều đáng lo ngại là trong 8 tháng đầu năm 2008, FDI đầu tư vào ngành chế biến thực phẩm và công nghiệp nhẹ - hai ngành cung cấp rất nhiều việc làm cũng như tạo tiềm năng phát triển cho các ngành công nghiệp phụ trợ - chỉ đạt tổng cộng 2 tỷ USD, so với 2,7 tỷ USD trong năm 2007. Vẫn còn phải chờ xem điều gì sẽ xảy ra trong 4 tháng cuối của năm. Tuy nhiên, bằng chứng không chính thức cho thấy, nhiều nhà đầu tư nước ngoài trong các ngành thâm dụng lao động và định hướng xuất khẩu đang trì hoãn các quyết định đầu tư cho đến khi điều kiện kinh tế vĩ mô ổn định và những điều kiện khác, bao gồm cơ sở hạ tầng giao thông và điện, được cải thiện.



### 3. Lạm phát

Tỷ lệ lạm phát theo báo cáo ở Việt Nam hiện nằm trong khoảng 25-30%. Tốc độ mất giá cao này được qui cho nguyên nhân giá lương thực và nhiên liệu trên thế giới gia tăng, mặc dù hiện nay các mức giá này đã giảm khoảng một phần ba so với mức tăng cao vừa qua. Nguyên nhân quan trọng hơn là tăng cung tiền và mở rộng tín dụng nhanh chóng đã dẫn đến kết quả tỷ lệ lạm phát 2008 cao hơn hai đến bốn lần so với các nước láng giềng. Cấu trúc tài chính của các doanh nghiệp lớn nhà nước, đáng chú ý là tình trạng đổ xô mở công ty tài chính, ngân hàng và các công ty liên quan đến tài chính khác, vẫn tiếp tục là nguồn quan trọng thúc đẩy tăng trưởng tiền tệ. Bảng 3 mô tả tỷ lệ lạm phát ở Việt Nam và các nước láng giềng. Nếu lạm phát hoàn toàn do các yếu tố bên ngoài gây ra, ta sẽ kỳ vọng tỷ lệ lạm phát của Việt Nam sẽ xấp xỉ tỷ lệ lạm phát của Thái-lan, In-đô-nê-xia và Trung Quốc, các nước cũng chịu tác động của những áp lực tương tự từ bên ngoài.

Hình 3. Lạm phát ở một số nước châu Á (CPI cuối tháng so với 12 tháng trước)



Nguồn: Cơ sở dữ liệu tài chính toàn cầu (Global Financial Data)

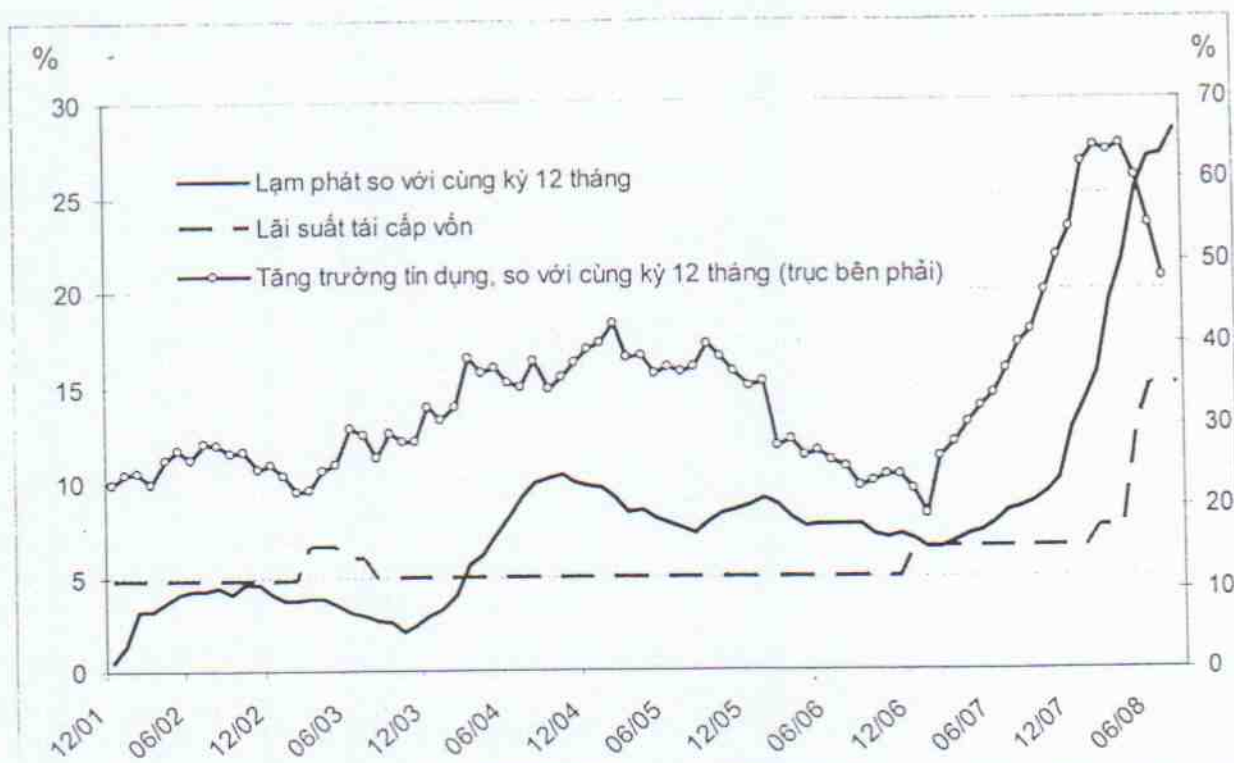
Rõ ràng, các nước có thể so sánh được đều có tỷ lệ lạm phát thấp hơn hẳn Việt Nam. Nếu xu hướng này tiếp diễn (với kịch bản giá cả tăng 40% trong 2 năm), thì rất có khả năng những đòi hỏi tiền lương sẽ leo thang, đồng tiền sẽ mất giá và có lẽ tính cạnh tranh cũng sẽ giảm dần. Nguy cơ nằm ở chỗ những kỳ vọng lạm phát sẽ tác động lên hành vi của doanh nghiệp và hộ gia đình, dẫn đến xáo trộn trong các ngành kinh tế, cơn lốc giá tiền lương lan rộng và mức tiết kiệm thấp hơn. Đầu tư dài hạn sẽ trở nên rủi ro hơn khi cả phía sản xuất lẫn tiêu dùng đều mất lòng tin vào đồng tiền quốc gia như phương tiện lưu giữ giá trị. Doanh nghiệp nước ngoài, với khả năng tiếp cận tài chính bên ngoài, có thể gia tăng tự động hóa và giảm việc làm. Sự phát triển tài chính cũng sẽ bị ngưng trệ.



Đầu năm 2008, tăng trưởng tín dụng đã hơn 60% so với cùng kỳ năm 2007. Tăng trưởng tín dụng trong năm 2008 được đặt mục tiêu là 30%, dù rằng mức tăng trưởng này gần như bằng 0 trong 3 tháng vừa qua. Để kiểm soát lạm phát, tăng trưởng tín dụng bình quân không thể hơn 2% một tháng. Hình 2 cho thấy tỷ lệ lạm phát, tăng trưởng tín dụng và lãi suất tái cấp vốn của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. Nó minh họa rõ nét mối tương quan mạnh giữa lạm phát và tăng trưởng tín dụng. Một xu thế khác là lãi suất tái cấp vốn, lãi suất chính sách quan trọng theo đó các ngân hàng thương mại có thể vay từ NHNN Việt Nam, đã không thay đổi trong suốt giai đoạn 2002-2006, trong khi tỷ lệ lạm phát và tốc độ tăng trưởng tín dụng thay đổi mạnh. Điều này cho thấy sự thiếu hiệu quả của việc sử dụng chính sách lãi suất như một công cụ chính sách tiền tệ. Chỉ khi có áp lực lạm phát nặng nề trong năm 2007-08, thì NHNN mới tăng lãi suất tái cấp vốn. Ngay cả khi đó, lãi suất này vẫn thấp hơn hẳn tỷ lệ lạm phát.

Chính phủ đã đúng khi kiềm hãm tăng trưởng tín dụng vào mùa hè vừa qua dù với cái giá là tăng trưởng kinh tế chậm lại. Khi tỷ lệ lạm phát giảm, áp lực sẽ chắc chắn dồn vào việc Chính phủ phải nới lỏng chính sách tiền tệ để thúc đẩy tăng trưởng. Vấn đề là ở chỗ mặc dù nền kinh tế đã nguội đi, nhưng trục trặc mang tính cơ cấu vẫn còn đó. Ví như nền kinh tế Việt Nam bị cúm, và một toa thuốc đúng lúc đã cắt cơn sốt. Đáng tiếc là vi-rút cúm vẫn còn nằm trong hệ thống. Ngưng thuốc thì cơn sốt lại tăng lên. Vi-rút ở đây chính là sự thiếu vắng kỷ luật trong hệ thống tài chính. Nó phản ánh sự thất bại về kỷ luật trong các DNNN và tập đoàn lớn. Trừ khi những vấn đề này được giải quyết, bất kỳ nỗ lực nới lỏng chính sách tiền tệ và ngân sách nào cũng sẽ kích hoạt lạm phát tăng trở lại.

Hình 4. Lạm phát, tăng trưởng tín dụng và lãi suất NHNN, 2002-2008



Nguồn: IMF, Thống kê Tài chính Quốc tế (International Financial Statistics)



Số liệu tín dụng được công bố gần đây cho thấy gói biện pháp siết chặt mùa hè vừa qua đã kìm hãm tăng trưởng tín dụng xuống con số không trong ba tháng qua. Nếu mức tăng trưởng 40-60% một năm là quá cao thì tăng trưởng 0% là quá thấp. Tăng trưởng tín dụng nên bình quân khoảng 2% một tháng để nhất quán với việc ổn định giá (ở mức lạm phát một chữ số). Và đích đến của tín dụng cũng quan trọng như số lượng cho vay. Các ngân hàng yếu kém sẽ cho vay không hiệu quả, đặc biệt nếu chúng trực thuộc các tập đoàn kinh tế - đây là bài học cay đắng từ cuộc khủng hoảng tài chính châu Á. Bài học này cũng có thể lặp lại trong tương lai gần.

### **Phần III. Hoạt động ngân hàng và thị trường bất động sản**

Một hệ thống ngân hàng hiệu quả và ổn định chính là cỗ máy cho tăng trưởng kinh tế dài hạn. Hiện nay, nhiều hay thậm chí hầu hết các ngân hàng Việt Nam không được quản lý theo chuẩn mực quốc tế. Họ gánh quá nhiều rủi ro, trong khi không đủ minh bạch và không đưa ra những dự phòng đủ mạnh cho tài sản không sinh lợi. Các doanh nghiệp hiệu quả thì gặp khó khăn trong việc vay vốn lưu động còn các hoạt động đầu tư mạo hiểm có tính đầu cơ cao lại được cấp vốn. Đồng thời, các doanh nghiệp lớn của nhà nước lại mở hay góp vốn đa số vào những ngân hàng cổ phần, giúp chính họ tận dụng vay nợ để khai thác tài sản nhà nước như đất và tài nguyên thiên nhiên. Đáng lo ngại hơn là làn sóng các công ty tài chính mới mọc lên. Đây là một ngành hầu như không được kiểm soát nên sẽ mở ra nhiều cơ hội bị lạm dụng. Các khoản nợ xấu do các công ty tài chính không được kiểm soát là nguyên nhân chính gây ra sự tan rã tài chính của Thái-lan năm 1997. Đa số những công ty này đã bị đóng cửa sau giai đoạn khủng hoảng, và chúng đã để lại một gánh nặng tài chính khổng lồ lên vai Chính phủ và toàn bộ nền kinh tế Thái-lan.

#### **A. Rủi ro quá mức trên thị trường bất động sản**

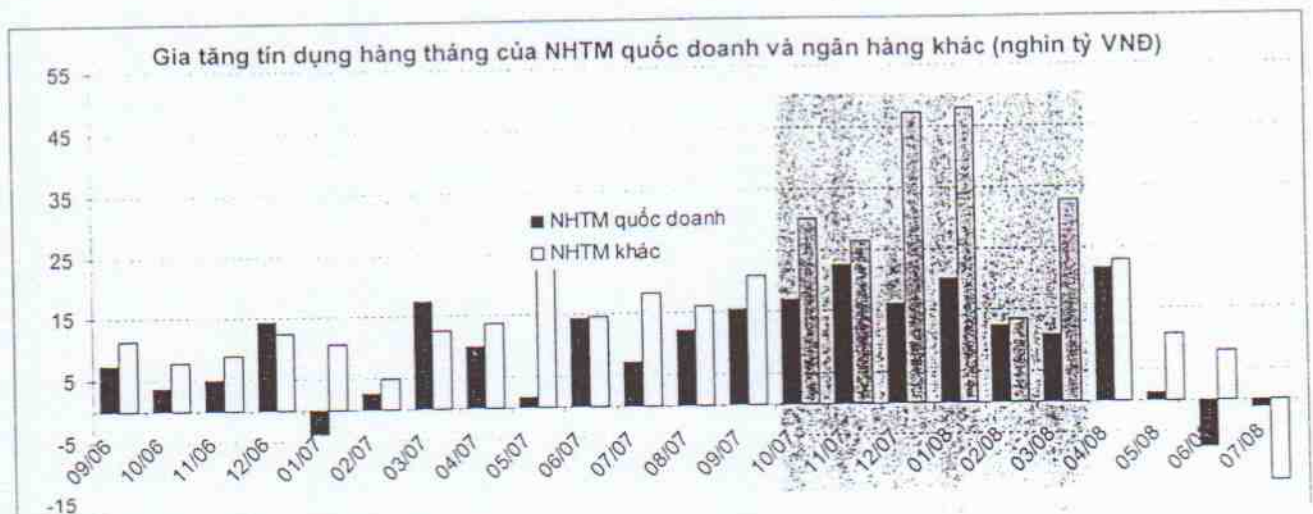
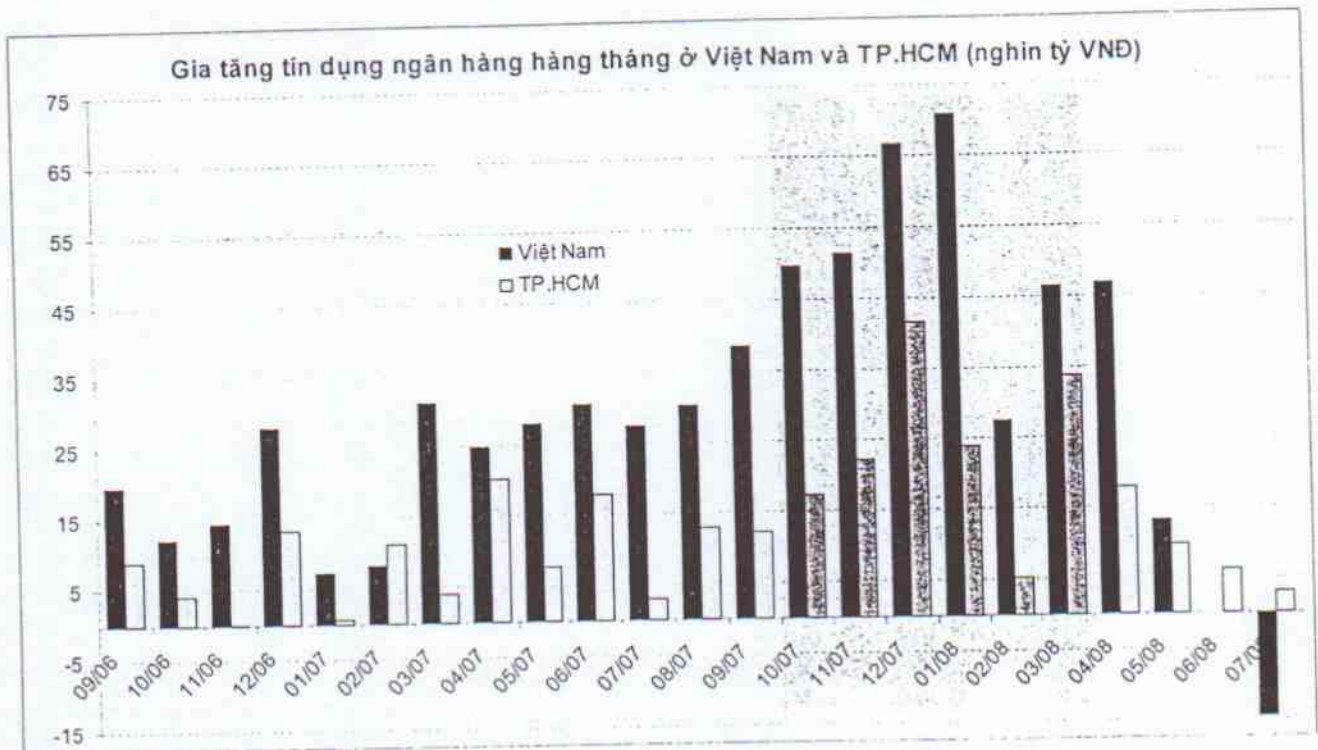
Sau 3 tháng (tháng 4 - 6/2008) tăng lãi suất tiền gửi để thu hút người gửi tiền, thắt chặt tiêu chí cho vay và tái định giá danh mục cho vay, các khoản lỗ bắt đầu xuất hiện trên bảng cân đối tài sản của các ngân hàng thương mại Việt Nam. Tính đến nay, đã có 20 ngân hàng (tất cả đều là ngân hàng thương mại cổ phần nhỏ) báo cáo hoạt động thua lỗ trong tháng 7. Tuy nhiên, hiện vẫn chưa có số liệu đáng tin cậy về các khoản nợ khó đòi và hoạt động cho vay liên quan đến bất động sản của các ngân hàng trong giai đoạn khan hiếm tín dụng bắt đầu từ quý I - 2008. Nhưng việc phân tích các số liệu cho vay của ngân hàng ở TP.HCM cho thấy hệ thống ngân hàng vẫn còn yếu, và một số những ngân hàng này có thể không trụ được trong trung hạn.

Đến nay thì đã rõ là trong năm 2007 và quý I-2008, các ngân hàng đã mạnh tay cho vay ở một quy mô chưa từng thấy. Hình 5 cho thấy mức gia tăng dư nợ hàng tháng của các ngân hàng thương mại Việt Nam nói chung và đặc biệt là ở TP.HCM. Đồ thị minh chứng rõ quy mô của tăng trưởng tín dụng. Phần lớn khối lượng tăng trưởng tín dụng xảy ra vào quý IV - 2007 và quý I - 2008 (trừ giai đoạn Tết Nguyên Đán vào tháng hai). Đỉnh điểm của



sự bùng nổ tín dụng là tháng 12/2007, khi đó đã có 41 ngàn tỷ đồng (tương đương 2,6 tỷ USD) được bơm vào nền kinh tế từ các ngân hàng ở TP.HCM. Mặc dù một phần lượng tín dụng này có liên quan đến hoạt động sản xuất phục vụ tết và sự gia tăng nhập khẩu ô tô và thép, nhưng sự gia tăng đột biến chưa từng có này có trực tiếp liên quan đến đầu cơ bất động sản.

Hình 5. Tăng trưởng tín dụng ngân hàng (nghìn tỷ VNĐ)



Nguồn: IMF và Cục Thống kê TP.HCM

Hình 5 cũng chỉ rõ rằng thực tế phần lớn sự bùng nổ cho vay là xuất phát từ các ngân hàng thương mại cổ phần. Việc tham gia vào bất động sản, gồm vốn vay cho cả chủ dự án



lần người mua, đã đạt tỷ lệ cao đáng lo ngại ở nhiều ngân hàng. Theo NHNN, tính đến tháng 8/2008, hai trong tổng số 41 ngân hàng đã cho vay liên quan đến bất động sản chiếm hơn 50% tổng dư nợ của họ; 9 ngân hàng có tỷ lệ cho vay bất động sản trong tổng dư nợ hơn 30%; và 9 ngân hàng khác là hơn 20%. Mặc dù vẫn chưa thể khẳng định, nhưng có khả năng những con số này vẫn chưa phản ánh đúng qui mô của vấn đề dựa vào việc một số ngân hàng có xu hướng phân loại không đúng các khoản cho vay liên quan đến bất động sản nhằm che bớt mức rủi ro quá lớn của mình ở thị trường này.

Những chuyển động giá bất động sản ở khu Nam Sài Gòn, phân khúc thị trường bất động sản phát triển nhanh nhất và nóng nhất ở TP.HCM, cho thấy tại sao các ngân hàng quá sốt sắng cho vay bất động sản khi họ có trong tay quá nhiều tiền thanh khoản. Khách hàng của họ, gồm các nhà đầu tư bất động sản và cả giới đầu cơ, chính là những người thắng cuộc trong giai đoạn bùng nổ kinh tế của Việt Nam. Giá bất động sản đạt đỉnh điểm vào tháng giêng 2008, chỉ một tháng sau đỉnh điểm giải ngân nợ vay. Hàm ý của vấn đề là rất nhiều nhà đầu cơ đã vay tiền để mua bất động sản vào đúng lúc thị trường sốt lên cao độ.

Bảng 3. Biến động giá bất động sản ở khu đô thị phía Nam TP.HCM  
(triệu đồng/m<sup>2</sup>)

	T12/ 2006	T08/ 2007	T12/ 2007	T01/ 2008	T04/ 2008	T08/ 2008
Phú Mỹ Hưng, Q 7 (căn hộ)	16,7	30,7	39,5	48,0	38,5	30,0
Phú Mỹ Hưng, Q 7 (đất)	36,8	64,0	72,0	110,0	82,0	58,0
Phú Mỹ, Q 7	11,0	21,0	27,0	36,0	27,0	20,0
Thái Sơn, Nhà Bè	5,5	12,0	16,0	27,0	21,0	12,0

Nguồn: Số liệu do tác giả thu thập qua phỏng vấn các công ty/cá nhân môi giới bất động sản

Bản chất lãi suất không cố định của hầu như tất cả các hợp đồng vay liên quan đến bất động sản khiến cho bên đi vay chịu tác động mạnh của việc tính thanh khoản bị thắt chặt. Các hợp đồng vay liên quan bất động sản thường định rõ sau giai đoạn 3 tháng, 6 tháng hay 1 năm (với 1 năm là phổ biến nhất) lãi suất sẽ được điều chỉnh ngang bằng lãi suất tiền gửi lúc đó cộng thêm một khoản chênh lệch từ 3,7 đến 4,3%/năm. Trong số 180 ngàn tỷ đồng (11 tỷ USD) mức tăng tín dụng ròng mà các ngân hàng ở TP.HCM đã thực hiện trong 12 tháng qua, có 70,3% là cho vay trong vài tháng từ 11/2007 đến 3/2008. Như vậy, bắt đầu từ tháng 11/2008, một khối lượng lớn vốn vay sẽ đến hạn điều chỉnh lãi suất. Việc điều chỉnh lãi suất của các khoản vay này cũng có nghĩa là người đi vay sẽ phải chịu lãi suất 20-21%, hay 8-9 điểm phần trăm cao hơn lãi suất vay ban đầu. Chính vì vậy, thời điểm cuối năm nay có thể sẽ xảy ra một làn sóng không trả được lãi và nợ gốc do giá bất động sản suy giảm và do việc điều chỉnh chi phí vay nợ.

Sự xuống cấp chất lượng vốn vay bất động sản có điểm tương đồng với sự suy giảm của thị trường chứng khoán trong năm 2007. Tuy nhiên, khác với những hợp đồng mua bán cổ phiếu "repo" và hợp đồng cho vay chứng khoán theo đó các ngân hàng có thể tự động bán cổ phiếu cầm cố một cách tự động, việc giải chấp trong thị trường bất động sản sẽ cực kỳ khó khăn. Theo qui trình phá sản hiện nay, chủ nợ chỉ có thể bắt đầu thừa kiện sau 270 ngày tính từ lúc khoản vay quá hạn lần đầu tiên. Và một khi xảy ra tranh tụng,



thường phải mất một năm rưỡi để đầu giá tài sản thế chấp ở một trung tâm đầu giá theo chỉ định của tòa. Chủ nợ không có quyền kiểm soát gì đáng kể trong toàn bộ quá trình này. Kết quả là ngân hàng chỉ có thể chọn cách dần xếp không qua tòa để hy vọng thu hồi là vốn cho vay của mình.

Giá bất động sản ở các khu đô thị mới tại TP.HCM đã giảm 40-50% so với mức đỉnh. Kỹ thuật thẩm định chuẩn mà các ngân hàng Việt Nam thường áp dụng là đánh giá bất động sản thế chấp ở mức 70% giá trị thị trường, sau đó cho vay tối đa 70% trên giá trị đánh giá. Ngay cả với nguyên tắc 70x70 có vẻ cẩn trọng này, nhiều đối tượng vay nợ đang tiến gần đến hoặc đã gánh chịu giá trị rỗng âm của bất động sản. Nhiều người trong số họ sẽ có khả năng “bỏ của chạy lấy người” khỏi các khoản vay “hoàn toàn đổi chiều”. Nhưng ngân hàng cũng không có quyền hạn pháp lý để thanh lý số bất động sản họ nắm trong tay. Do đó sẽ phải mất nhiều năm để tháo gỡ những nghĩa vụ nợ đã tích tụ trong giai đoạn bùng nổ tín dụng 2007-2008.

### *B. Nhu cầu cải cách khẩn cấp*

Theo thông tin ghi nhận, các nhà lãnh đạo ngân hàng thường nói họ sẵn sàng “chia sẻ một số khó khăn mà khu vực doanh nghiệp đang gặp phải”. Điều này có nghĩa là các ngân hàng có thể sẵn sàng tái cơ cấu và gia hạn lại các khoản lãi và nợ gốc không trả được tới đây. Theo hướng dẫn hiện hành của NHNN, một khoản vay được tái cơ cấu sẽ không bị xem là nợ khó đòi kèm theo điều khoản chỉ cần trích dự phòng 5% khoản chênh lệch giữa giá trị vốn vay và tài sản thế chấp. Như vậy, các ngân hàng và khách hàng vay gặp rắc rối của họ sẽ “đào nợ” để làm mới các khoản vay, đồng thời tạo áp lực để Chính phủ nói lòng chính sách tiền tệ. *Đây là một tình huống vô cùng rủi ro và phải tránh không để xảy ra, vì nó sẽ kéo dài tình trạng yếu kém của nhiều tổ chức tài chính.*

Việc nói lòng tiền tệ (nghĩa là đạt tăng trưởng tín dụng bình quân hơn 2% một tháng, là mức tăng trưởng tính đến nay trong năm 2008) sẽ tiếp sức cho lạm phát và gây bất ổn tiền đồng Việt Nam, nhưng nó sẽ không giải quyết được vấn đề khan hiếm tín dụng. Ngân hàng tập trung đảo nợ thì không thể cho vay mới cho dù lãi suất có giảm. Trong môi trường này, Chính phủ phải cương quyết yêu cầu các ngân hàng giải quyết hoàn toàn lượng nợ xấu thay vì che giấu chúng. Chính phủ cần xem xét việc điều chỉnh thủ tục phá sản, theo hướng tạo thuận lợi hơn cho phía chủ nợ trong việc thanh lý tài sản thế chấp và xử lý nợ xấu. Và NHNN nên xem xét lại những hướng dẫn của mình trong việc hạch toán và báo cáo các khoản nợ được tái cơ cấu. Một số nhà quan sát có thể phản bác chính sách này với lập luận rằng việc tạo điều kiện cho các ngân hàng dễ dàng siết nợ hơn sẽ tước đi tài sản của những doanh nghiệp đang gặp khó khăn và chỉ có lợi cho giới đầu cơ nhiều tiền mặt. Tuy nhiên, chi phí của việc kéo dài vấn nạn nợ khó đòi sẽ lớn hơn nhiều. Do đó, Chính phủ cần đoạt quyền kiểm soát các ngân hàng mất khả năng thanh toán dưới hình thức tiếp quản hay bảo toàn tài sản, giao cho một ngân hàng thương mại của nhà nước quản lý hoạt động thường nhật của ngân hàng này. Làm như vậy, NHNN sẽ có thời gian để đánh giá một cách chính xác danh mục cho vay của ngân hàng thua lỗ, sau đó bán hoặc xóa sổ các khoản vay khó đòi. Nguyên tắc là phải nhắm đến việc bảo vệ người gửi tiền và



những đối tượng đi vay tốt, chứ *không* nhằm bảo vệ người đầu cơ, chủ sở hữu hoặc những người quản lý ngân hàng. Một phần việc trong qui trình tiếp quản là phải thay thế các giám đốc ngân hàng cũ, và chủ sở hữu ngân hàng phải chấp nhận tổn thất vốn chủ sở hữu của mình.

#### PHẦN IV. Nhìn về phía trước: thách thức về mặt cơ cấu đối với tăng trưởng dài hạn

Việt Nam cần phải làm gì để thúc đẩy tăng trưởng dài hạn? Phân tích trong phần I chỉ ra mâu thuẫn chính trong cơ cấu nền kinh tế Việt Nam. Phần này xem xét mâu thuẫn này một cách chi tiết hơn trong bối cảnh của chính sách công nghiệp và đầu tư công.

##### A. Khu vực nhà nước

Mâu thuẫn căn bản đằng sau sự bất ổn kinh tế của Việt Nam, và chắc chắn sẽ cản trở triển vọng tăng trưởng dài hạn nếu không được giải quyết, là cấu trúc lưỡng đôi của nền kinh tế. Đóng góp của khu vực nhà nước vào nền kinh tế, tính theo giá trị gia tăng, tạo việc làm và xuất khẩu, là rất không tương xứng về mặt tỷ lệ với lợi ích mà khu vực này nhận được về tín dụng, đất đai và chính sách ưu đãi như khả năng được hưởng các hợp đồng nhiều lợi nhuận của Chính phủ.

Những khó khăn kinh tế trong năm nay đã làm hồi sinh thảo luận ở Việt Nam về vai trò của khu vực nhà nước nói chung và của các tổng công ty, tập đoàn kinh tế nói riêng. Tuy vậy, những giải pháp thực hiện cho tới nay có thể được mô tả là mang tính tình thế, thất lưng buộc bụng nhằm khôi phục sự ổn định trong ngắn hạn. Phản ứng của các tập đoàn trước sự kêu gọi cắt giảm chi tiêu của Chính phủ cho thấy điều này. Rất nhiều công ty tuyên bố quyết định giảm quy mô đầu tư đáng kể trong năm 2008. Vinashin dẫn đầu với thông báo giảm 60% tổng đầu tư trong kế hoạch 2008. Chúng tôi chia sẻ với những quan ngại mà các nhà kinh tế Việt Nam đã lên tiếng về tốc độ nhanh chóng mà các doanh nghiệp này có thể quyết định những cắt giảm sâu rộng. Thứ nhất, người ta không thể không suy nghĩ rằng liệu các dự án được loại bỏ hay trì hoãn ban đầu có thực sự được dự kiến triển khai hay là chỉ đưa vào trong kế hoạch và công bố rộng rãi vì những lý do chính trị. (Điều này không thể biết được nếu không có thêm thông tin). Thứ hai, các quyết định này gây ra những quan ngại nghiêm trọng về chất lượng quản lý doanh nghiệp. Các công ty hoạt động vì lợi nhuận thực hiện quyết định đầu tư sau khi đã nghiên cứu rất kỹ càng; khó có khả năng Vinashin (được biết là đang gặp khó khăn huy động vốn nếu không có bảo lãnh của Chính phủ) có thể nhẹ nhàng chấm dứt các dự án của mình nếu ban quản lý đã dày công xem xét và xác định rõ được khả năng sinh lợi của các dự án này. Thậm chí còn đáng báo động hơn là tốc độ nhanh chóng mà Vinashin đã quay ngoặt quyết định của mình. Tới tháng 7, Vinashin tuyên bố chuẩn bị thành lập liên doanh mới với một tập đoàn của Ma-lay-xi-a để xây dựng nhà máy thép ở Ninh Thuận với tổng đầu tư 3 tỷ USD. Đến tháng 8, mức đầu tư đã được điều chỉnh lên 10 tỷ USD. Những thói quen cũ là rất khó rũ bỏ.



Một xu hướng đặc biệt đáng ngại là việc các tập đoàn công nghiệp chuyển sang kinh doanh tài chính. Những tập đoàn nhà nước lớn của Việt Nam như Petro Việt Nam, EVN, Vinashin, FPT, Vinatex và Vinacomin đã mở ngân hàng, công ty tài chính, công ty chứng khoán, công ty thuê mua và công ty bảo hiểm. Những hoạt động này cho phép các tập đoàn kinh tế nhà nước sử dụng tài sản quốc gia và vị trí ưu đãi của mình để huy động vốn vay và kinh doanh trên thị trường nội địa. Cho phép xu thế này diễn ra sẽ tạo ra một số rủi ro trước mắt cho Chính phủ. Thứ nhất, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) sẽ mất khả năng kiểm soát lại cung tiền nếu các doanh nghiệp công nghiệp được phép thiết lập các tổ chức có khả năng tạo tín dụng cho chính mình. Thứ hai, cho vay trong nội bộ tập đoàn là một việc làm hết sức rủi ro, chuyển tín dụng khỏi hoạt động kinh doanh vững mạnh sang những dự án kém xứng đáng hơn. Sự phá sản của ngân hàng mà một phần là có liên quan tới việc cho vay trong nội bộ tập đoàn đã làm nảy sinh khủng hoảng tài chính ở nhiều nước đang phát triển tại châu Á và châu Mỹ La-tin. Thứ ba, những tổ chức tài chính này tạo ra các công cụ cho phép lãnh đạo doanh nghiệp có thể chuyển tài sản từ doanh nghiệp công sang doanh nghiệp tư, dưới hình thức các công ty cổ phần là công ty con của DNNN.

Một lập luận thường được đưa ra là các tập đoàn ở Việt Nam chỉ đơn giản là đi theo con đường của các tập đoàn *keiretsu* Nhật Bản hay *chaebol* Hàn Quốc. Những so sánh này là không đúng vì một số lý do. Ví dụ, các *chaebol* không được phép lập ngân hàng và các ngân hàng trong một thời kỳ dài được đặt dưới sự kiểm soát chặt chẽ của nhà nước. Mặc dù cấu trúc *keiretsu* được hình thành xung quanh một ngân hàng chính, những công ty này không phải là tập đoàn như ở Việt Nam mà là những liên minh mang tính phi tập trung giữa các doanh nghiệp được liên hệ với nhau bởi sở hữu chéo. Dù thế nào thì mô hình *keiretsu* cũng đã được chứng minh là không còn giá trị vào thập niên 90, khi Nhật Bản rơi vào một cuộc khủng hoảng tài chính sâu rộng và kéo dài do vô vàn các khoản nợ xấu và quản lý ngân hàng yếu kém. Tác động tiêu cực của cuộc khủng hoảng trong thập niên 90 vẫn còn cảm nhận được vào ngày hôm nay. Tác động của khủng hoảng kéo dài như vậy là do các ngân hàng chỉ thanh lý và xóa nợ xấu một cách từ từ.

Chính phủ tiếp tục quyết tâm giữ vững vai trò chủ đạo của khu vực nhà nước bất kể kết quả hoạt động khách quan của những doanh nghiệp trong khu vực này. Cuối cùng thì đây sẽ là một quyết định chính trị phản ánh những ưu tiên và chiến lược của quốc gia. Thật sự là không có lý do nào về mặt lý thuyết cho rằng DNNN không thể có tính cạnh tranh như các doanh nghiệp tư nhân. Ta không được rơi vào cái bẫy mà nhiều nhà kinh tế đã mắc phải khi cho rằng tất cả các doanh nghiệp tư nhân là hiệu quả còn DNNN thì không.<sup>11</sup> Xing-ga-po và gần đây là Trung Quốc đã chứng minh các DNNN có thể cạnh tranh toàn cầu. Một số DNNN của Việt Nam được vận hành tốt ngay cả khi phải thực hiện các nghĩa vụ “xã hội” và chịu đựng những can thiệp khác. Nếu những doanh nghiệp này được phép cạnh tranh với ít nghĩa vụ công ích hơn (trừ khi là được nhà nước trả tiền) hay được điều

<sup>11</sup> Ví dụ nổi tiếng là việc Ngân hàng Thế giới khuyến cáo Chính phủ Hàn Quốc không nên đầu tư vào ngành thép. Nhưng cho đến thập niên 80, công ty POSCO thuộc sở hữu nhà nước là một trong các nhà sản xuất thép hiệu quả nhất thế giới.



tiết một cách khôn khéo hơn thì họ có thể đóng một vai trò hữu hiệu trong tương lai tăng trưởng của Việt Nam.

Mâu thuẫn căn bản trong chính sách của Việt Nam *không* phải là giữa toàn cầu hóa và sở hữu nhà nước mà là *nỗ lực hướng tới tính cạnh tranh quốc tế của Chính phủ trong khi cố giúp những ngành chủ đạo của nền kinh tế tránh khỏi cạnh tranh toàn cầu*. Xing-ga-po và Trung Quốc đã tạo dựng được những công ty cạnh tranh bằng cách áp đặt kỷ luật thị trường lên những doanh nghiệp nhà nước cũng như tư nhân của họ và đặc biệt là dùng cạnh tranh quốc tế làm thước đo tin cậy nhất cho hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. DNNN không thể tăng trưởng và cạnh tranh nếu không có các nhà quản lý có kinh nghiệm, được đào tạo bài bản với biên chế và chính sách lương bổng được gắn với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.<sup>12</sup> Các doanh nghiệp sẽ không thể cạnh tranh toàn cầu nếu được biểu dương thành tích tạo lợi nhuận trên giấy, được hình thành từ các dự án bất động sản mang tính đầu cơ, xây dựng trên đất đai của nhà nước và tài trợ bởi vốn với giá rẻ. Kỷ luật thị trường không thể được thiết lập nếu các doanh nghiệp không bị buộc phải chịu kiểm toán và rà soát độc lập với kết quả được công bố cho người dân Việt Nam, những người chủ sở hữu thực sự của các tài sản quốc gia này.

Mâu thuẫn then chốt giữa nỗ lực muốn có được tính cạnh tranh và sự không sẵn sàng cạnh tranh được minh họa rõ nét trong Bảng 4 với xếp hạng gần đây của hai chỉ số hàng đầu về tính cạnh tranh: báo cáo “Làm Kinh doanh” (Doing Business) của Ngân hàng Thế giới và Chỉ số tính cạnh tranh của Diễn đàn Kinh tế Thế giới (WEF). Việt Nam được xếp hạng gần cuối trong khu vực Đông Á, và thứ hạng này lại thay đổi theo chiều ngược. WEF cho Việt Nam thấp điểm ở tiêu chí mức độ phức tạp của hoạt động kinh doanh với thứ hạng 126 trên 131 về “bản chất của lợi thế cạnh tranh”. Nói cách khác, lao động rẻ vẫn là lợi thế lớn nhất của Việt Nam. Giống như “Báo cáo phát triển tài chính” của WEF được đề cập ở trên, Việt Nam có điểm vô cùng thấp về mức độ bảo vệ nhà đầu tư (170 trong 181 quốc gia của báo cáo “Làm kinh doanh” và 121 trong 131 trong Chỉ số tính cạnh tranh toàn cầu). Trong một môi trường với các thông lệ kinh doanh không minh bạch và thiếu trách nhiệm giải trình, các nhà đầu tư nghiêm túc không có cách gì để giám sát kết quả hoạt động của giám đốc, của doanh nghiệp và theo đó mà phân bổ đầu tư. Một môi trường như vậy sẽ hấp dẫn nhất đối với những nhà đầu tư tìm kiếm lợi nhuận nhanh chóng dựa trên một hình thức ưu đãi đặc biệt.

Mặc dù ta có thể đưa ra những chỉ trích hoàn toàn hợp lý về cách mà những chỉ số này được tính toán, nhưng rõ ràng việc Việt Nam luôn có điểm thấp không phải là một sự tình cờ. Những xếp hạng này được các nhà đầu tư quốc tế theo dõi một cách sát sao. Các kết quả này cho thấy Chính phủ còn cần những nỗ lực lớn hơn nữa để cải thiện môi trường

<sup>12</sup> Sự khác biệt giữa Xing-ga-po và Việt Nam về hiệu quả điều hành của giám đốc DNNN là vô cùng lớn. Đã có thông tin cho biết một số DNNN trong ngành đóng tàu của Việt Nam không có khả năng trả lương cho công nhân từ mùa xuân. Ở những nước khác, đội ngũ giám đốc của một doanh nghiệp như thế sẽ bị đào thải trước một kết quả hoạt động không thể chấp nhận được như vậy. Giám đốc các DNNN ở Việt Nam dường như không bị buộc phải chịu trách nhiệm trước kết quả hoạt động của doanh nghiệp mình.



đầu tư nước ngoài. Chỉ đơn giản lập lại ổn định kinh tế vĩ mô sẽ không đủ để duy trì tính hấp dẫn đầu tư của Việt Nam.

*Bảng 4. Xếp hạng tính cạnh tranh của Việt Nam và các nước so sánh*

	Báo cáo "Làm kinh doanh" của NHTG		Chỉ số tính cạnh tranh của WEF	
	2009	Thay đổi	2008	Thay đổi
<b>Việt Nam</b>	<b>92</b>	<b>-5</b>	<b>68</b>	<b>-4</b>
Hàn Quốc	23	-1	11	12
Ma-lay-xi-a	20	+5	21	-2
Thái-lan	13	+6	28	0
Đài-loan	61	-3	14	-1
Trung Quốc	83	+7	34	0
In-đô-nê-xi-a	129	-2	54	0
Phi-líp-pin	140	-4	71	4

*Nguồn: Ngân hàng Thế giới và Diễn đàn Kinh tế Thế giới*

## B. Đầu tư công

Như đã lập luận ở trên, tăng trưởng của Việt Nam trong những năm vừa qua có đặc điểm là phụ thuộc quá mức vào đầu tư. Một trong những nguyên nhân gây lạm phát là lãng phí trong đầu tư công do DNNN thực hiện hay các dự án cơ sở hạ tầng do Chính phủ làm trực tiếp. Chính phủ đã tuyên bố sẽ cắt giảm đầu tư công ở mức độ vừa phải. Đây là một quyết định đáng khâm phục. Tuy nhiên tuyên bố không thôi như vậy thì chưa đủ. Thứ nhất, danh mục các dự án cụ thể sẽ được trì hoãn hay cắt giảm vẫn chưa được đưa ra. Thứ hai, những quyết sách gần đây cho thấy chiến lược dần trải các dự án đầu tư ra khắp mọi nơi mà không xem xét cận kẽ tới hiệu quả vẫn chưa được thay đổi.

Các quyết định đầu tư công mà Việt Nam đưa ra bây giờ sẽ có ảnh hưởng sâu rộng trong tương lai. Hiện tại, những quyết định không được thực hiện vì lý do kinh tế. Hai trường hợp điển hình là việc phát triển cảng biển và lọc dầu. Theo lô-gíc về mặt kinh tế, một quốc gia có quy mô như Việt Nam sẽ cần nhiều nhất là hai cảng biển quốc tế lớn.<sup>13</sup> Nhưng Chính phủ hiện có kế hoạch đầu tư xây dựng không ít hơn 100 cảng dọc theo bờ biển. Các cảng này thường được đề xuất và triển khai bởi các DNNN và chính quyền các tỉnh. Hình 4 minh họa các cảng biển đang hay dự kiến sẽ được phát triển với quy mô đầu tư lớn.

<sup>13</sup> Cảng biển lớn là nơi "tàu mẹ" với tải trọng trên 100.000 tấn có thể nhận và trả công-ten-nơ. Chỉ khu vực Hà Nội-Hải Phòng và TP.HCM là có đủ hoạt động kinh tế để hỗ trợ các tàu này. Xây dựng hệ thống đường sắt tốt hơn để kết nối miền Trung với Hải Phòng hay Bà Rịa – Vũng Tàu sẽ hiệu quả hơn là mở rộng cảng của tất cả các tỉnh ven biển.



Hình 6. Vị trí các cảng biển nước sâu được quy hoạch để đầu tư phát triển



Nguồn: Tổng hợp của tác giả từ quy hoạch phát triển của Chính phủ

Việc Chính phủ gấp rút chuẩn bị xây dựng thêm hai nhà máy lọc dầu (ở Thanh Hóa và Khánh Hòa) cũng có thể sai hướng. Với sự gia tăng giá dầu trên toàn thế giới, việc điều chỉnh dần dần để giảm tốc độ tăng nhu cầu sẽ xảy ra. Tỷ lệ lợi nhuận của hoạt động lọc dầu sẽ chịu áp lực suy giảm. Dòng hàng tỷ đô-la vào các dự án lọc dầu lúc này là hoàn toàn không đúng thời điểm. Những nhà sản xuất quốc tế lớn đã cắt bỏ kế hoạch xây dựng nhà máy lọc dầu mới và một số đang chủ động giảm công suất. Nếu các đối tác thương mại nước ngoài thực sự là những nhà đầu tư lớn vào các dự án này của Việt Nam thì rất có nhiều khả năng đến nay các kế hoạch triển khai đã bị trì hoãn hay xóa bỏ.

Chi phí của các dự án này trong dài hạn là rất lớn. Thứ nhất, đó là một cơ hội bị đánh mất. Việt Nam hiện không đầu tư đúng mức vào những cơ sở hạ tầng mà mình cần nhất như các vùng đang đô thị hóa nhanh chóng ở Hà Nội và TP.HCM. Thứ hai, khi Chính phủ đầu tư quá mức vào cơ sở hạ tầng không cần thiết thì có nghĩa là sẽ đầu tư quá ít cho những lĩnh vực thiết yếu như giáo dục và y tế, những lĩnh vực sẽ có tác động lớn đến tính cạnh tranh dài hạn của quốc gia.



## KẾT LUẬN. Khuyến nghị chính sách

Chủ đề chính của bài viết chính sách này là Việt Nam cần phải xử lý các mâu thuẫn về cơ cấu trong nền kinh tế để đặt mình vào vị thế tăng trưởng dài hạn. Chúng tôi cho rằng các giải pháp tạm thời mang tính chiến thuật đã phát huy tác dụng trong ngắn hạn, nhưng không thể giải quyết được những trục trặc về cơ cấu. Các khuyến nghị dưới đây là nhằm để giải quyết các vấn đề cơ cấu này:

### A. Chính sách công nghiệp

- Ngay lập tức chỉ định các công ty kế toán quốc tế có uy tín thực hiện kiểm toán chi tiết các tập đoàn, tổng công ty và công bố kết quả. Tất cả các DNNN phải được yêu cầu công bố báo cáo thường niên trực tuyến, trong đó có các báo cáo tài chính đã được kiểm toán.
- Tái cơ cấu bộ máy hội đồng quản trị (HĐQT) của những doanh nghiệp này để đảm bảo HĐQT có thể giám sát kết quả hoạt động một cách độc lập và khách quan. Giám đốc quản lý phải chịu trách nhiệm về thành quả của doanh nghiệp mình. Tái cấu trúc đội ngũ quản lý của những DNNN kinh doanh thua lỗ, với việc sử dụng năng lực bên ngoài nếu cần.
- Tăng tốc việc thực thi các cam kết WTO để gia tăng áp lực cạnh tranh cho khu vực quốc doanh và loại bỏ các đặc quyền về kinh doanh, bao gồm cả vị thế độc quyền riêng rẽ, độc quyền nhóm vốn làm giảm hiệu quả và đổi mới.
- Tăng tốc việc cổ phần hóa các DNNN lớn theo kinh nghiệm đi trước của Trung Quốc và Xing-ga-po.
- Tạo một chính sách hữu hiệu để cung cấp điện ổn định trong mọi thời điểm. Điều này có nghĩa là đưa ra các khuyến khích đầu tư nhiệt điện và định giá điện, ít nhất là đối với công nghiệp và hộ gia đình tiêu thụ lớn, ở mức đủ để bù đắp cho tất cả các chi phí, từ đó loại bỏ các khoản trợ cấp ngầm, loại bỏ những yếu tố gây bất lợi trong việc thu hút đầu tư xây dựng nhà máy phát điện

### B. Chính sách tiền tệ

- Chính sách tiền tệ cần phải được tiếp tục thắt chặt trong ngắn hạn (với tốc độ tăng trưởng không quá 2%/tháng) để phòng chống khả năng tái diễn việc tháo chạy khỏi tiền đồng vốn đã làm xáo trộn hoạt động kinh doanh bình thường vài tháng trước đây và gây ra tình trạng lạm phát cao cùng với thâm hụt thương mại.
- NHNN cần phải công bố việc thực hiện chính sách điều tiết tỷ giá hối đoái thực (thay vì tỷ giá danh nghĩa) và theo đuổi chính sách này một cách nhất quán để đảm



bảo rằng các nhà xuất khẩu không bị bất lợi về giá và nhập khẩu không tràn ngập thị trường nội địa.

- NHNN cần áp đặt việc giám sát chặt chẽ hơn nữa đối với các ngân hàng và thực hiện các biện pháp quyết đoán và tức thời để củng cố hệ thống ngân hàng, bao gồm việc đoạt quyền kiểm soát của các ngân hàng mất khả năng thanh toán dưới hình thức tái cấu trúc hay thanh lý tài sản tùy theo mức độ mất khả năng thanh toán. Trong giai đoạn này, hoạt động quản lý hàng ngày được trao cho một ngân hàng thương mại quốc doanh. NHNN sau đó sẽ bán hay xóa các khoản nợ xấu với mục tiêu là bảo vệ người gửi tiền và những người vay tốt. Người vay tiền để đầu cơ bất động sản sẽ mất tài sản thế chấp; đội ngũ giám đốc quản lý hiện hữu của ngân hàng sẽ mất việc; và chủ sở hữu sẽ mất vốn.
- Bộ Tài chính phải tạm thời ngưng cho phép thành lập các tổ chức cho vay phi ngân hàng mới và thực hiện kiểm toán một cách cẩn thận các tổ chức hiện hữu để xác định xem giá trị mà các tổ chức này tạo ra cho nền kinh tế có tương ứng với sự gia tăng rủi ro hệ thống gắn với hoạt động của họ hay không. Nếu những tổ chức này không thực sự có lợi thế so sánh với ngân hàng ngoại trừ khả năng né tránh các quy định về an toàn tài chính thì chúng cần được chấp dứt hoạt động trước khi tích lũy quá nhiều nợ xấu.

### C. Chính sách ngân sách

- Ban hành quy định về báo cáo phân tích chi phí – lợi ích một cách chi tiết và công bố rộng rãi đối với các dự án đầu tư công trước khi phê duyệt. Công bố danh mục 100 dự án đầu tư công lớn nhất với các nghiên cứu đánh giá chi phí – lợi ích đi kèm. Dự án không có đánh giá sẽ bị đình chỉ.
- Loại bỏ tín dụng chỉ định và trợ cấp để đảm bảo lượng vốn khan hiếm được hướng đến những dự án có suất sinh lợi cao nhất trong cả khu vực quốc doanh và ngoài quốc doanh.
- Đất đai cần phải được định giá theo giá thị trường trong tất cả các giao dịch của Chính phủ và doanh nghiệp, bao gồm giao dịch giữa các DNNN và giữa các cơ quan nhà nước để giảm hoạt động trục lợi và đầu cơ đất đai.
- Gia tăng sự tham gia *thực chất* của khu vực tư nhân trong các dự án phát triển hạ tầng, nhưng đánh giá một cách cẩn thận năng lực kỹ thuật và tài chính của các doanh nghiệp tư nhân tham gia xây dựng dự án. Không cấp phép cho các dự án trả hình dưới dạng BOT nhưng thực ra được triển khai bởi các công ty có quan hệ đặc biệt, không hề bỏ vốn chủ sở hữu hay bỏ vốn không đáng kể, hưởng bảo lãnh hoàn toàn của Chính phủ đối với việc tài trợ bằng nợ vay và được thêm ưu đãi từ việc đổi đất lấy hạ tầng. Những dự án tiến hành theo hình thức này chỉ khuyến khích



việc vay nợ quá mức, hình thành các liên minh khai thác đất đai, và cho các chủ dự án hưởng hết lợi nếu thành công, nhưng không hề chịu thiệt hại nếu thất bại.

#### D. Quản lý nhà nước

- Tăng cường Ủy ban Giám sát Tài chính Quốc gia để thu thập, xử lý và phân tích thông tin về hệ thống tài chính. Cung cấp đủ nguồn lực để Ủy ban có thể hoàn thành trách nhiệm của mình.
- Tái cấu trúc Bộ Tài chính và Ngân hàng Nhà nước Việt Nam để cho phép hai cơ quan nhà nước này thực chức năng của mình.
- Xây dựng một hệ thống báo cáo dữ liệu kinh tế và tài chính cởi mở hơn.



## Phụ lục 1: Sự bất ổn tài chính toàn cầu và ý nghĩa đối với Việt Nam

Tình trạng cạn kiệt tín dụng toàn cầu đã kéo dài hơn một năm và vẫn còn lâu mới chấm dứt. Trong tuần này cuộc khủng hoảng lại có thêm hai nạn nhân mới: ngân hàng Lehman Brothers phá sản và Merrill Lynch, nhà môi giới chứng khoán bán lẻ lớn nhất thế giới, đã được Bank of America mua lại. Chính phủ Hoa Kỳ, trước đó vừa tiếp quản hai tổ chức trung gian cho vay bất động sản là Fannie Mae và Freddie Mac, đã quyết định cứu tập đoàn bảo hiểm khổng lồ AIG với khoản tiền 85 tỷ USD. Các tổ chức tài chính lớn khác thì đang xoay sở huy động vốn để cùng cố bằng cân đối tài sản của mình. Những biến động này cho thấy tình hình còn tiếp tục xấu đi trước khi chuyển hướng tốt hơn. IMF dự báo rằng gần 1 nghìn tỷ USD đầu tư không hiệu quả sẽ được xóa sổ vào thời điểm cuộc khủng hoảng này đến hồi kết. Giá cổ phiếu rơi rớt khắp nơi trên thế giới đã làm tiêu tan khoảng 11 nghìn tỷ USD trị giá tài sản.

Yếu tố then chốt để khôi phục chính là thị trường nhà ở của Hoa Kỳ. Chu kỳ nợ xấu, tín dụng thắt chặt, tăng trưởng kinh tế chậm đi và nhiều nợ xấu hơn nữa sẽ tiếp tục diễn ra cho đến khi giá nhà ở Hoa Kỳ chạm đáy và bắt đầu khôi phục. Khi tỷ lệ siết nợ tăng đến 27% so với cùng kỳ năm ngoái, thì điểm đáy vẫn còn chưa chạm. Nhu cầu trên thị trường nhà ở Hoa Kỳ tiếp tục chậm lại khi sự thiếu thốn và chi phí cao của tín dụng làm cho người mua tiềm năng nản lòng. Trong tháng 6, giá nhà ở những thị trường lớn của Hoa Kỳ đã giảm kỷ lục đến 15,9% so với các mức giá cùng kỳ năm ngoái. Ở châu Âu, giá nhà cũng đang rơi mạnh.

Cuối cùng thì giá nhà ở Hoa Kỳ và châu Âu cũng sẽ giảm tới một điểm mà tại đó người có nhu cầu sở hữu nhà có thể mua và trang trải các khoản trả góp hàng tháng mà không cần phải cắt giảm những chi tiêu khác như hàng tiêu dùng hay giải trí. Nhiều người mua sẽ tham gia thị trường và bắt đầu tiếp nhận số lượng nhà trống khổng lồ hiện đang kéo giá xuống thấp. Nhưng tiến trình này sẽ không xảy ra nhanh. Đa số các nhà phân tích kỳ vọng rằng phải mất 2 hoặc 3 năm để thị trường nhà ở Hoa Kỳ đạt được sự phục hồi bền vững.

Việt Nam sẽ không bị ảnh hưởng trực tiếp từ những diễn biến này. Trong chừng mực thông tin chúng tôi có được, các tổ chức tài chính ở Việt Nam không cho Lehman Brothers và những công ty thua lỗ khác vay tiền, và họ cũng không nắm giữ những chứng khoán đảm bảo bằng nhà ở thế chấp hay những công cụ tài chính liên quan. Có thể nói khu vực châu Á không nằm trong tuyến lửa của cuộc khủng hoảng này. Tổ chức Mizhuo Financial đã có những đợt xóa nợ lớn nhất trong khu vực, nhưng đó chỉ là một phần nhỏ trong số những vụ đầu tư bê bối của các định chế như Citigroup, Bear Stearns, UBS và Merrill Lynch. Tập đoàn đầu tư Temasek của Xing-ga-po thậm chí còn tận dụng cuộc khủng hoảng để thu lợi bằng cách mua các tài sản tài chính của Hoa Kỳ ở mức giá rẻ. Một số nhà phân tích ước tính Temasek ít nhất cũng kiếm được 1,5 tỷ USD khi Bank of America mua Merrill Lynch.

Lo ngại lớn nhất ở châu Á không phải là tác động trực tiếp của hiện tượng cạn kiệt tín dụng mà là tác động đối với người tiêu dùng Hoa Kỳ và châu Âu, rồi từ đó ảnh hưởng đến

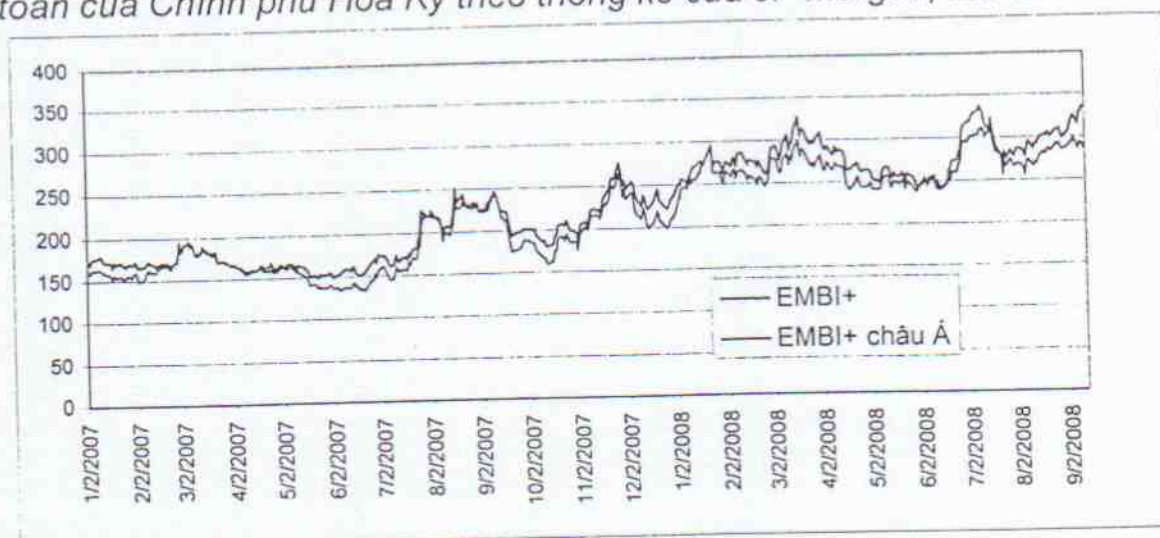


các nhà xuất khẩu châu Á. Các nhà sản xuất châu Á sẽ bị tác động tiêu cực khi đồng USD Mỹ yếu đi, mà khả năng đồng USD tăng mạnh trở lại là không nhiều vì Cơ quan Dự trữ Liên bang Hoa Kỳ hiện đang lo ngại về thị trường tín dụng hơn là lạm phát giá. Mức cầu ở châu Âu, Hoa Kỳ và Nhật Bản suy yếu có thể làm chùn chân các dự án đầu tư trực tiếp nước ngoài vào các ngành xuất khẩu ở Việt Nam và các nước khác trong khu vực.

Tỷ lệ lạm phát cao ở châu Á khiến đa số các nền kinh tế của khu vực khó thay thế cầu nước ngoài bằng cầu trong nước. Bất kỳ nỗ lực kích thích nền kinh tế nội địa nào cũng có thể kích hoạt một đợt lạm phát khác. ADB gần đây đã điều chỉnh lại dự báo của mình về lạm phát giá tiêu dùng trong khu vực, lên 7,8% so với mức dự báo 5,1% hồi đầu năm. Mặc dù giá dầu lửa và lương thực trên thế giới đang giảm đi sẽ giúp làm dịu áp lực lạm phát, việc chế ngự hoàn toàn lạm phát ở Việt Nam hay những quốc gia khác trong khu vực chắc chắn chưa xảy ra. Nguyên do chính gây lạm phát ở châu Á là chính sách tiền tệ và ngân sách lỏng lẻo dẫn đến tình trạng nền kinh tế tăng trưởng quá nóng. Bất kỳ nỗ lực nào nhằm đẩy mạnh tăng trưởng thông qua tạo lạm phát trong nước cũng sẽ gây áp lực lên cán cân thương mại, tỷ giá hối đoái và giá tiêu dùng.

Một quan ngại khác cho Việt Nam và các nước đang phát triển là tình trạng cạn kiệt tín dụng toàn cầu đã làm tăng chi phí vốn. Như minh họa trong đồ thị dưới đây, lãi suất trái phiếu trên thị trường mới nổi và ở châu Á đã tăng liên tục kể từ đầu năm 2007. Việc vay nợ trên thị trường vốn quốc tế, dù vay từ ngân hàng hay dưới hình thức trái phiếu, vẫn sẽ tốn kém trong thời gian còn lại của năm nay và có khả năng kéo dài qua năm sau. Đây không phải là thời điểm để tài trợ cho các dự án lớn thông qua phát hành trái phiếu quốc tế có mệnh giá USD.

Hình 7. Chênh lệch lãi suất giữa trái phiếu ở thị trường mới nổi và trái phiếu an toàn của Chính phủ Hoa Kỳ theo thống kê của JP Morgan, 2007-2008



Nguồn: JP Morgan

Vấn đề không chỉ là đa số các nước đang phát triển sẽ trả chi phí vốn vay cao hơn mà những nước được xem là có rủi ro với mức thâm hụt thương mại và lạm phát cao sẽ bị đối